Luiz Felipe Monteiro Seixas

Regulação econômica no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural:

assimetrias de informação, cooperação institucional e proteção do investidor

Regulação econômica no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural:

assimetrias de informação, cooperação institucional e proteção do investidor

Dados Internacionais da Catalogação na Publicação (CIP)
Editora Universitária (EdUFERSA)

S462r Seixas, Luiz Felipe Monteiro.
Regulação econômica no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural : assimetrias de informação, cooperação institucional e proteção do investidor / Luiz Felipe Monteiro Seixas. – Mossoró: EdUFERSA, 2021.
139 p.

ISBN: 978-65-87108-21-6

1. Economia. 2. Mercado financeiro. 3. Indústria. 4. Petróleo. 5. Gás natural. I. Título.

CDD: 332.6

Bibliotecário-Documentalista
(Mário Gaudêncio, CRB-15/476)

Editora Associada:

Av. Francisco Mota, 572 (Campus Leste, Centro de Convivência) Costa e Silva | Mossoró-RN 59.625-900 | +55 (84) 3317-8267 | edufersa.ufersa.edu.br | livraria.ufersa.edu.br | edufersa@ufersa.edu.br

LISTA DE ABREVIATURAS

ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações
ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica
ANP – Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
B3 – Brasil, Bolsa Balcão
BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BSM – BSM Supervisão de Mercados
CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
D&M – DeGoyler & MacNaughton
HME – Hipótese dos Mercados Eficientes
IPO – Initial Public Offering
OGX – Óleo e Gás Participações S.A.
PETROBRAS – Petróleo Brasileiro S.A.
SEC – Securities and Exchange Comission
S.A. – Sociedades Anônimas

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO 9

1 INTRODUÇÃO 11

2 REGIME JURÍDICO DO MERCADO DE CAPITAIS 19

3 INTRODUÇÃO À REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS 35

4 O REGIME DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS E SEUS EFEITOS NA INDÚSTRIA DO PETROLEO E GÁS NATURAL 63

5 COOPERAÇÃO ENTRE OS ÓRGÃOS AUTÁRQUICOS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS E NA INDÚSTRIA DO PETRÓLEO E GÁS NATURAL 81

6 CONCLUSÕES 95

REFERÊNCIAS 101

ANEXO A 109

SOBRE O AUTOR 139

APRESENTAÇÃO

Este trabalho corresponde à versão atualizada e ampliada da monografia *Aspectos jurídico-regulatórios da relação entre a indústria do petróleo e gás natural e o mercado de capitais*, apresentada no ano de 2010 no âmbito do Programa de Recursos Humanos em Direito do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (PRH-ANP/MCT nº 36), vinculado ao Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN).

O PRH-ANP/MCT nº 36, coordenado pelo Prof. Yanko Marcius de Alencar Xavier, foi um celeiro de formação de recursos humanos e pesquisadores na área jurídica, tanto em nível de graduação, como de pós-graduação *strictu sensu* (Mestrado). Tive o privilégio e o prazer de ter atuado como bolsista do Programa à época de minha graduação e posso afirmar, sem margem de dúvidas, que foi o PRH-ANP/MCT nº 36, em conjunto com seus professores, que me formaram enquanto pesquisador.

Naquela época, por meio de outro docente, o Prof. Otacílio dos Santos Silveira Neto, fui apresentado aos conceitos básicos do direito econômico e do mercado financeiro e de capitais, além de correlacionar tais temas às discussões em torno da indústria do petróleo e do gás natural. A partir dessas investigações iniciais, desenvolvi interesse em acompanhar os reflexos do setor petrolífero no mercado de capitais

brasileiro, tendo por base os conceitos oriundos da teoria da regulação econômica. Tais estudos resultaram no trabalho monográfico mencionado anteriormente.

Dez anos depois, relendo os escritos, constatei que o trabalho continua muito atual. As discussões iniciadas à época permanecem relevantes para o cenário do mercado de valores mobiliários e para a indústria do petróleo, sobretudo no que diz respeito à regulação da informação e à proteção dos investidores. Dessa forma, realizei uma revisão crítica do trabalho original, atualizando as referências bibliográficas e os exemplos mencionados, aprofundando algumas questões e acrescentando tópicos novos.

Espero que apreciem.

O autor.

1 INTRODUÇÃO

Em 1995, com a edição da Emenda Constitucional nº 9, a indústria petrolífera brasileira sofreu uma significativa reforma do ponto de vista econômico e regulatório. Tal mudança deu-se em razão da modificação do § 1º, do artigo 177 da Constituição Federal de 1998, permitindo que tanto empresas estatais quanto privadas desenvolvessem as atividades e exploração e produção, refino, importação e exportação e transporte de petróleo, gás natural e seus derivados (BRASIL, 1988) (modificação essa também denominada de flexibilização – ou quebra – do monopólio no setor de óleo e gás). Cabe destacar que, até a edição da Emenda Constitucional nº 9, as mencionadas atividades constituíam-se como monopólio da empresa petrolífera estatal brasileira, a Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS).

Posteriormente à edição da Emenda Constitucional nº 9, de 1995, houve a edição da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, também denominada de *Lei do Petróleo*, que regulamentou as atividades relativas à exploração e produção de petróleo e gás natural e criou a Agência Nacional do Petróleo (ANP) – hoje, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – órgão regulador da indústria do petróleo, gás natural, seus derivados e biocombustíveis, vinculada ao Ministério de Minas e Energia.

Na esteira da flexibilização do monopólio do petróleo, diversas empresas privadas iniciaram suas atividades de exploração, produção, refino e transporte de petróleo, gás natural e derivados em solo brasileiro.

Dentre essas empresas surge, no ano de 2007, a Óleo e Gás Participações S.A. (OGX), empresa pertence ao Grupo EBX, holding brasileira cujo principal acionista é o empresário Eike Batista, com atuação nos setores de infraestrutura e recursos naturais.

Em meados do ano de 2008, a OGX realizou a abertura do seu capital, negociando ações na BM&FBOVESPA (atual B3). O IPO (sigla em inglês para o termo *Initial Public Offering*, também conhecido como oferta pública inicial, onde as ações de uma determinada empresa são oferecidas ao público pela primeira vez no mercado) (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 135), realizado pela OGX em 2008, foi o maior atingido pela BM&FBOVESPA até então, tendo captado R$ 6,71 bilhões (MORENO, 2013).

De promissora empresa nacional no setor de óleo e gás, entre os anos de 2012 a 2014, a OGX viu todo o seu valor de mercado despencar, afetando diretamente o valor de suas ações. Atualmente, em razão de fatores diversos que serão apresentados a seguir, a OGX encontra-se em processo de recuperação judicial (CONJUR, 2014).

O gráfico abaixo ilustra as oscilações nos preços das ações da OGX entre os anos de 2008 até o início do mês de janeiro de 2013:

Figura 1 – Evolução da cotação da OGX na Bovespa – R$/ação

Fonte: Economática (2013).

À época da abertura do seu capital (meados de 2008), a ação da OGX era negociada a R$ 11,31, tendo alcançando seu valor máximo em 15 de outubro de 2010 (R$ 23,27). Posteriormente, em um dos momentos críticos de sua crise institucional e financeira (início do ano de 2013), as ações da OGX estavam sendo negociadas a R$ 4,10.

O que nos leva a seguinte indagação: por quê?

Alguns episódios pontuais da trajetória da OGX permitem ilustrar os fatores que resultaram no atual procedimento de recuperação judicial da empresa.

O primeiro deles corresponde ao excesso e à qualidade/fidedignidade das informações divulgadas ao mercado pela OGX durante seus anos de operação. Entre o período de sua criação, no ano de 2007, até o ano de 2013, a OGX realizou mais de 105 comunicados oficiais ao mercado. Apenas entre o período de outubro de 2009 a maio de 2012, a OGX divulgou mais de 55 anúncios de descoberta de petróleo ou declarações de comercialidade (TEREZA; DURÃO, 2013). Tais comunicados estão sendo, hoje, objeto de investigação por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no que tange ao seu grau de exatidão, em particular

devido à obrigação que as companhias com ações negociadas em Bolsa possuem em somente divulgarem informações verídicas, completas e que não induzem o investidor a erro.

Outro episódio que merece menção corresponde ao relatório de reservas divulgado pela empresa de consultoria petrolífera DeGoyler & MacNaughton (D&M) no período de abril de 2011 (MORENO, 2013). Após ter recebido o relatório da D&M, a OGX declarou que detinha "recursos potenciais" estimados em 10,8 bilhões de barris de óleo equivalente. Ocorre que, ao fazer tal declaração, a OGX baseou-se em uma interpretação muito particular do teor do relatório, interpretação esta que não discriminava (ou, ao menos, não esclarecia) que tal quantidade de barris de óleo equivalente variava significativamente quanto à natureza e às características dos potenciais poços de petróleo. Ao realizar uma interpretação extremamente otimista do teor do relatório da D&M, a OGX buscou influenciar a forma como o mercado iria receber tal informação.

Um terceiro episódio essencial relativo ao declínio da OGX corresponde ao início de sua produção, que começou somente 5 anos após sua criação, no ano de 2012. Em 25 de junho de 2012, a OGX enviou comunicado ao mercado informando que sua produção era de apenas 10 mil barris de óleo por dia, muito abaixo dos 20 mil barris que a companhia até então divulgava como produção esperada. Conforme artigo publicado no site InforMoney (MORENO, 2013):

> Nenhum evento foi tão importante em determinar que as coisas não iam bem para o grupo EBX do que o comunicado de produção de 25 junho daquele ano [2012]: ao contrário do fluxo esperado de cerca de 20 mil barris de petróleo por dia, a companhia estava produzindo apenas 10 mil–5 mil de cada um dos poços instalados em Tubarão Azul, o que prejudicava toda a avaliação a respeito da companhia por parte do mercado. Essa notícia foi um dos maiores eventos para a empresa desde o início: fez a ação despencar cerca de 25% no pregão seguinte, fazendo Eike despencar para a 42ª posição entre os homens mais ricos do mundo [...].

Tal cenário fez com o valor das ações da companhia despencassem significativamente durante o ano de 2012, conforme é possível observar no gráfico apresentado anteriormente.

A baixa produção da OGX fez com que a companhia não gerasse caixa suficiente para honrar suas dívidas contraídas e o juro, num verdadeiro círculo vicioso. Como solução para o problema de caixa, Eike Batista firmou um compromisso, em 24 de outubro de 2012, de injetar a quantia de US$ 1 bilhão quando a companhia assim o requisitasse, através de procedimento de opção de venda de ações da OGX para o próprio Eike, também denominado de *put option* (MORENO, 2013). A ideia por trás de tal promessa, além de tentar solucionar o problema de caixa, era trazer um mínimo de segurança para os investidores de que a OGX deteria liquidez para cumprir com suas obrigações financeiras.

Os acionistas da companhia exerceram a cláusula *put* no início de setembro de 2013, no entanto Eike Batista não cumpriu com a promessa feita, se abstendo de injetar os US$ 1 bilhão prometidos, justificando sua decisão devido ao fato de que o pedido – feito pela diretoria da OGX – seria inválido, já que tal função somente seria prerrogativa dos chamados conselheiros independentes da companhia. Ocorre que, à época do exercício da cláusula *put*, a OGX não possuía nenhum conselheiro independente em exercício. Tais fatos, por óbvio, diminuíram mais ainda o valor das ações da OGX.

Com a queda do preço das ações da OGX, surgiu um novo fato que abalou mais ainda a credibilidade da empresa e do seu presidente: entre os meses de maio e junho de 2013, Eike Batista realizou a venda de 126 milhões de ações que detinha na OGX, captando mais de R$ 200 milhões (MORENO, 2013). A operação, que por si só já causava certa desconfiança, impactou mais ainda o mercado quando, em 1º de julho de 2013, a OGX divulgou que estava desistindo do seu principal campo de exploração e produção, o Tubarão Azul. A operação realizada

por Eike tem sido alvo de investigação pela prática de *insider trading*, conduta considerada como ilícito penal e administrativo pela legislação brasileira[1].

Ante o cenário de baixa liquidez e o vertiginoso declínio do valor das ações, a OGX buscou, durante o ano de 2013, reestruturar sua dívida, momento no qual, diante da negativa de Eike de injetar o valor de US$ 1 bilhão, conforme previsto na cláusula *put*, o então presidente da OGX cedeu o comando da companhia para seus credores, em troca da dívida.

O processo de reestruturação também restou fracassado, resultando no vencimento de diversas dívidas da companhia, sem que esta apresentasse lastro suficiente para o pagamento. Tal cenário culminou no pedido de recuperação judicial, apresentado pela companhia em outubro de 2013 (CONJUR, 2013), recuperação judicial esta que continua em curso.

Neste sentido, os problemas da OGX podem ser resumidos em quatro principais pontos: i) a excessiva quantidade e discutível qualidade/autenticidade de informações divulgadas ao mercado, que não traduziam a real situação da companhia; ii) a supervalorização de ativos, resultado no excesso de otimismo e na interpretação errônea (ou leviana) dos negócios da OGX; iii) o episódio da cláusula *put*, fragilizando mais ainda a confiabilidade do mercado no indivíduo que representava a própria imagem da OGX; iv) a potencial ocorrência de *insider trading*.

A história da ascensão, declínio e queda da OGX está intimamente ligada a dois fatores: o ambiente de risco próprio do setor petrolífero e a inerente relação entre o mercado de capitais e a regulação da informação.

Diante desses dois fatores, a proposta desta obra é exatamente discutir os aspectos regulatórios relacionados à regulação da informação no mercado de capitais brasileiro, com particular ênfase na informação proveniente da indústria do petróleo e gás natural. Tal opção é resultado da observação de discussões recorrentes, como os encontrados no

1 O conceito de *insider trading* e sua relação com o objeto da obra será explorado nos capítulos posteriores.

âmbito da atuação da OGX no mercado, podendo ser assim resumidos: i) como funciona e se é possível aperfeiçoar o modelo de regulação/divulgação de informações no mercado de capitais brasileiro, em particular no âmbito do setor petrolífero; ii) quais as funções e limites dos órgãos reguladores do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural (no caso, a CVM e a ANP) no que diz respeito à regulação da informação, e se é possível desenvolver algum modelo de cooperação entre tais órgãos.

Para tanto, a obra será dividida em 4 principais capítulos nucleares.

O capítulo denominado *Regime jurídico do mercado de capitais*, busca apresentar os principais aspectos legais do mercado de capitais brasileiros, com especial ênfase no papel que as sociedades anônimas exercem no mercado, no conceito jurídico de valor mobiliário e nas características e atribuições conferidas à Comissão de Valores Mobiliários, enquanto órgão regulador do mercado de capitais.

O capítulo *Introdução à regulação do mercado capitais*, analisa a função da regulação do mercado de capitais, com base na moderna teoria da regulação, definindo suas principais funções, com destaque ao papel que a regulação do mercado de capitais desempenha contemporaneamente, na discussão acerca das falhas de mercado e das assimetrias de informação e como a legislação brasileira se comporta no que diz respeito à regulação do mercado de capitais, à proteção do investidor e à prática de *insider trading*.

Na sequência, o capítulo denominado *O regime de divulgação da informação no mercado de capitais e seus efeitos na indústria do petróleo e gás natural* apresenta os principais conceitos relativos ao regime de divulgação da informação no mercado de capitais, a exemplo do dever de informar e do conceito de *fato relevante*, tomando por base os ordenamentos legais e infralegais. Ao final do capítulo, é apresentada uma proposta normativa que busca desenvolver um rol específico de informações oriundas da indústria petrolífera que devem obedecer a um regime próprio de divulgação de informação.

O quarto capítulo nuclear, *Cooperação entre órgãos autárquicos no âmbito do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural*, examina a relação existente entre a Comissão de Valores Mobiliários (órgão regulador do mercado de capitais brasileiro) e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (autarquia especial responsável por regular e fiscalizar o setor petrolífero e gasífero), propondo um modelo de cooperação entre ambos os órgãos, com o objetivo de tornar mais eficiente a regulação no âmbito do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural.

Em que pese a natureza técnica e bastante específica dos conceitos e institutos aqui examinados, pretende-se com esta obra contribuir para com a discussão teórica e extremamente atual relativa à regulação no âmbito do mercado de capitais, utilizando o setor petrolífero com pano de fundo para as análises aqui empreendidas, em particular diante da importância de tal segmento para a economia brasileira.

2 REGIME JURÍDICO DO MERCADO DE CAPITAIS

Comumente, as companhias que desejam obter recursos para as suas atividades dispõem de duas principais alternativas. A primeira seria o mercado de crédito, para operações de curto ou médio prazo, onde, através de financiamento bancário, a empresa contrai determinado empréstimo, remunerando o banco através dos juros pelo capital cedido. Tal operação, apesar de simples, nem sempre está à disposição da companhia, seja porque esta não apresenta liquidez; porque, em razão da conjuntura econômica, os juros estão muito altos, ou porque a instituição financeira não dispõe do montante de capital que a empresa necessita (principalmente no que diz respeito a financiamentos milionários). A outra forma de obtenção de recursos é através do mercado de capitais: aqui a companhia busca o financiamento para suas operações diretamente no mercado, por meio da emissão pública de títulos diretamente para os investidores. Nesse sentido, a CVM assim descreve o mercado de capitais (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013, p. 18):

> No mercado de crédito, as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remuneradas por uma diferença entre as taxas de captação e de aplicação desses

> recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira. No entanto, nesse mercado, essas instituições atuam principalmente como prestadores de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros trabalhos.

Em síntese, a principal função do mercado de capitais é a de capitalizar as companhias emissoras de valores imobiliários, sem o ônus decorrente de um empréstimo, mas havendo contraprestação para aqueles que adquirem suas quotas, no caso, os investidores. Os investidores, por outro lado, passam a figurar como sócios das companhias, acompanhando seu desempenho na expectativa de obter lucro em razão do investimento realizado.

Ante a dinâmica e as particularidades do mercado de capitais, tanto do ponto de vista técnico, quanto legal, torna-se necessário traçar algumas linhas iniciais sobre o regime jurídico de tal segmento econômico. Para tanto, este capítulo introdutório apresenta os principais conceitos jurídicos relativos ao mercado de capitais, com especial ênfase sobre: o conceito e a natureza jurídica das sociedades anônimas; a definição doutrinária e legal dos denominados *valores mobiliários*, com destaque para as chamadas *ações*; e as principais características institucionais e regulatórias da Comissão de Valores Mobiliários.

2.1 Considerações sobre as sociedades anônimas e o mercado de capitais

As sociedades anônimas, companhias anônimas, sociedades por ações, ou simplesmente S.A., correspondem ao coração do mercado de valores mobiliários. Em verdade, o principal objetivo deste mercado é, principalmente, prover recursos às sociedades anônimas. No entanto, a repercussão e

significância que o mercado de capitais possui hoje tornou a relação entre ele e as sociedades anônimas praticamente simbiótica, onde um passa a depender do outro. Com isto, o funcionamento eficiente do mercado e a confiança em suas operações constituem elementos imprescindíveis para a própria sobrevivência das companhias (PAPINI, 2004, p. 29-30).

Ao mesmo tempo, destaca-se a importância das sociedades anônimas para a própria economia nacional. Sendo submetidas a um regime jurídico específico, a sua criação estava atrelada a toda uma perspectiva de desenvolvimento econômico, desvinculando-se da natureza meramente contratual das empresas de outrora para uma perspectiva institucional. E para que essa perspectiva desenvolvimentista se mostre válida, é necessário um mercado de capitais seguro e eficiente.

Com relação ao regime jurídico das sociedades anônimas, atualmente a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), constitui o principal marco legal, com as significativas alterações implantadas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

Apesar de não trazer uma conceituação direta, o artigo 1º da Lei das S.A. traça as premissas básicas do que vem a ser uma sociedade anônima: uma companhia ou sociedade será anônima quando tiver seu capital dividido em ações, e a responsabilidade dos acionistas está limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas (BRASIL, 1976). A Lei das S.A., em conjunto com a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), forma o microssistema jurídico do mercado de capitais nacional.

Dentre as características básicas das sociedades anônimas, merecem destaque as seguintes: a) compõe-se como sociedade de capitais, isto é, o que importa para a sociedade é a figura do capital, transferível por ações, tendo os sócios um papel coadjuvante; b) é sociedade empresária, ou seja, diferentemente de outras espécies societárias (como a sociedade simples), a sociedade anônima sempre terá natureza jurídica empresarial; c) o seu capital é divido em ações, ações estas que possuem

o atributo da transferibilidade, podendo circular livremente no mercado; d) a responsabilidade dos sócios está limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (BORBA, 2008, p. 157-159).

Um ponto de fundamental importância corresponde ao fato de uma companhia ou sociedade possuir seu capital fechado ou aberto. Basicamente, na hipótese de os valores mobiliários emitidos por uma empresa serem admitidos à negociação no mercado, a sociedade será considerada de capital aberto (BRASIL, 1976), caso contrário, será de capital fechado. Conforme destaca Borba (2008, p. 163):

> Os conceitos de companhia aberta e fechada bifurcam a sociedade anônima, através de um processo de diferenciação. Embora se constituam em uma única e mesma espécie ou tipo societário, muitas são as peculiaridades que distinguem a companhia aberta da fechada. Resumidamente, poder-se-ia afirmar que a companhia aberta se encontra sujeita a normas mais rígidas, a publicidade mais acentuada e a constante fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. [...] o que imprime a uma sociedade anônima a condição de companhia aberta é a admissão de seus valores mobiliários às negociações de mercado. Para tanto, impõe-se o registro da empresa na CVM (art. 21 da Lei nº 6.385/76), quer para negociação na Bolsa, quer para negociação no mercado de balcão. A CVM (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.494/76) poderá classificar as companhias abertas em categorias, fixando exigências diversas para cada categoria. O simples registro, só por si, transforma a companhia de fechada em aberta. A disciplina do registro de companhia encontra-se regulada pela Instrução CVM nº 202/93.

A companhia de capital aberto possui seus valores mobiliários registrados na Comissão de Valores Mobiliários, e por possuir a participação de investidores e interesse social (a nosso ver, verdadeiro interesse público), necessita de uma maior fiscalização do ente regulador

do mercado de capitais. Em razão de sua importância fundamental para o mercado de capitais, as sociedades anônimas de capital aberto serão, portanto, objeto de nosso estudo.

No que diz respeito à sua natureza jurídica, as sociedades anônimas são pessoas jurídicas de direito privado, tendo por base a conceituação determinada no artigo 44, inciso II, da Lei nº 10.406, de 16 de janeiro de 2002 (Código Civil) (BRASIL, 2002).

No entanto, também é possível identificar verdadeira natureza pública (ou, ao menos, de interesse público) nas sociedades anônimas, em particular no caso das sociedades anônimas de capital aberto, conforme mencionado anteriormente. Tal afirmação justifica-se, primeiro, devido ao caráter institucional das companhias; segundo, ao interesse social em sua criação; em terceiro lugar, em razão da sua importância para o desenvolvimento econômico do país; e, por fim, devido à existência de um órgão regulando significativa parcela de suas atividades, no caso, a Comissão de Valores Mobiliários, que, como órgão da Administração Pública, possui o interesse público como definidor de suas atribuições.

A relação das sociedades anônimas com o regime jurídico público estreita-se quando elas também estão inseridas no contexto das sociedades de economia mista, de caráter híbrido, público-privado. Este é o caso da Petróleo Brasileiro S.A., uma sociedade de economia mista, mas também uma sociedade anônima. Essa relação pode repercutir significativamente no âmbito do mercado de capitais, em especial quando a natureza das atividades desenvolvidas pela empresa possui um conteúdo público predominante ou de verdadeiro interesse nacional, como é o caso das atividades do setor petrolífero.

Recordemo-nos, portanto, das características essenciais das companhias, quais sejam: o capital social será dividido em partes ou quotas, denominadas ações; a responsabilidade dos acionistas está limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas; a livre negociação das ações por parte do sócio, não repercute na estrutura da sociedade a entrada ou saída de qualquer acionista (na verdade, o caráter do anonimato dos acionistas traduz a própria natureza das sociedades anônimas,

ou seja, pouco importa quem detém a quota ou ação, mas sim a existência e referibilidade econômica que esta possui); e, por fim, a possibilidade de capitalização da companhia através de oferta pública de seus valores mobiliários, somente conferida às sociedades de capital aberto (BORBA, 2008, p. 157-169; PAPINI, 2004, p. 42-43).

Ainda sobre a relação entre as sociedades anônimas e o mercado de capitais, é preciso consolidar a função, a razão de ser deste último, para justificar a manutenção da primeira. Em linhas gerais, do ponto de vista econômico, o papel essencial do mercado de capitais é permitir às empresas, mediante a oferta pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou atividades essenciais, ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 8). Contrapondo-se à função do empréstimo, o capital auferido pela sociedade anônima por intermédio da emissão de valores mobiliários não precisa ser devolvido aos investidores (com exceção das debêntures e valores mobiliários análogos). Em contrapartida, do lado dos investidores, o que ocorre é uma remuneração pela companhia para aqueles que detêm valores mobiliários, sob a forma de dividendos, na hipótese da sociedade anônima apresentar lucros em suas demonstrações financeiras (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 8).

2.2 Valores mobiliários: conceito e características

A conceituação do denominado *valor mobiliário* mostra-se pertinente na medida em que serve de substrato teórico para a análise das chamadas *ações*, o principal valor mobiliário relacionado à indústria petrolífera negociado no mercado de capitais brasileiro.

Em razão de suas particularidades, a doutrina encontra dificuldade em conceituar o que vem a ser um valor mobiliário (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 23). Primeiramente, há o fato de que o valor mobiliário não possui um valor próprio, intrínseco, isto é, não possui valor em si. O valor de uma ação depende, entre outros fatores,

da sua liquidez no mercado, da lucratividade da empresa emissora, bem como da atividade desenvolvida pela companhia, e também está relacionado à perspectiva futura de crescimento – ou retrocesso – dos negócios desenvolvidos pela sociedade anônima. Em segundo lugar, existe o elemento risco ligado aos valores mobiliários, onde não é possível determinar – mas apenas presumir – o grau de referibilidade econômica, assumindo o investidor qualquer ônus relacionado ao retorno financeiro de seu investimento.

Dadas as peculiaridades de tal bem, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976), disciplinou as características básicas dos valores mobiliários, conforme será demonstrado adiante.

Apesar das dificuldades práticas em definir um conceito para os valores mobiliários, a doutrina norte-americana, tendo por base a ideia do *security*, apresentou características que seriam comuns para todas as espécies de valores mobiliários de então. Ressalta-se que foi o direito norte-americano que influenciou as modernas normas brasileiras sobre mercado de capitais, em especial com relação à opção por um conceito abrangente de valores mobiliários (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 53-54).

O *Securities Act*, de 1933, foi o primeiro diploma legal organizado no direito norte-americano a determinar quais obrigações, bens ou contratos se configurariam como *security*, traçando um conceito preliminar para o instituto em questão. A respeito do tema, cabe registrar que (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 29):

> Os valores mobiliários encontram-se definidos na *Section 2* do *Securities Act* de 1933, o qual estabelece, expressamente, que *security* constitui toda nota, ação, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, boletim de subscrição, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma *security*, ou, ainda, todo

> certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores antes mencionados.

Posteriormente, no caso *SEC versus C. M. Joiner Leasing Corporation*, houve a discussão acerca dos *investiment contracts*, onde foram discutidas premissas básicas para a sua determinação, que repercutiram na conceituação do *security* (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 29-30).

Mas, somente em 1946, no caso *SEC versus W. J. Howey & Co*, entre o órgão regulador do mercado de capitais americano (a *Securities and Exchange Comission – SEC*) e uma empresa ligada à venda de imóveis, é que foram traçados parâmetros mínimos para a definição do *security*, O *leading case* em questão resultou na criação da *Howey definition*, onde foram fixados conceitos-chave para definir se um investimento, contrato, bem ou instituto correlato se configura como *security*. São eles (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 33):

a) *investment of money* ("investimento em dinheiro");
b) *common enterprise* ("empreendimento comum");
c) *expectation of profits* ("expectativa de lucro), e
d) *solely from the efforts of others* ("unicamente dos esforços dos outros").

Conforme mencionado, devido à influência do direito norte-americano na sistematização dos modernos institutos do mercado de capitais nacionais, as premissas traçadas pela *Howey definition* se amoldam à conceituação de valor mobiliário prevista no modelo brasileiro. Dessa maneira, o valor mobiliário compreende o investimento em dinheiro em um empreendimento comum (ou comunitário), no qual a expectativa de lucros depende unicamente dos esforços de terceiros.

Merece destaque algumas características da *Howey definition*: ao prescrever que o investimento deve ser em dinheiro, na verdade se está querendo afirmar que o investimento deverá ser em dinheiro ou em outro bem que possua valor monetário atribuível; o empreendimento comunitário não necessita de um número mínimo ou máximo de participantes,

mas que os bônus ou ônus sejam divididos equitativamente entre eles; a expectativa de lucros traduz a própria natureza de investimento de risco relacionada ao valor mobiliário, onde não é possível determinar se haverá lucro advindo do investimento, mas apenas presumir ou especular; por fim, com relação à expectativa dos lucros advirem dos esforços de terceiros, isso justifica-se devido ao fato de que possíveis bônus não dependem dos investidores, mas, principalmente, da empresa que emite os valores mobiliários no mercado.

No direito brasileiro, partindo dos conceitos importados do direito norte-americano, houve uma alteração substancial na determinação legal de valores mobiliários, saindo do conceito restrito, prescrito pela Lei nº 6.385/1976 em sua feição original, para uma acepção abrangente, com as alterações dessa mesma lei pelas Leis nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, e a nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

Atualmente, o artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 define quais são os valores mobiliários existentes no ordenamento jurídico brasileiro onde, em seu inciso IX, há uma abertura interpretativa, com base nos critérios da *Howey definition*, alargando o conceito de valores mobiliários para qualquer investimento de caráter coletivo, ofertado publicamente, que gerem referibilidade de cunho econômico/participativo, oriundo do esforço do empreendedor ou de terceiros (BRASIL, 1976).

A importância na definição de um critério para identificar a natureza de valor mobiliário justifica-se por diversos motivos, como, por exemplo: i) se é permitido àquela empresa, pelo regime jurídico por ela adotado, emitir ou não valores mobiliários; ii) para traçar os limites de atuação da Comissão de Valores Mobiliários no que diz respeito às suas atribuições de fiscalização e regulação; iii) a qual regramento legal estará submetido certo investimento; iv) questões tributárias concernentes ao investimento, que diferem substancialmente no que diz respeito aos valores mobiliários.

Diante de representatividade do valor mobiliário *ação* para a indústria do petróleo e gás natural – em verdade, o único valor mobiliário oriundo do setor petrolífero com negociação representativa no

mercado de capitais brasileiro – restringir-se-á o objeto de estudo relativo aos valores mobiliários apenas a elas, as ações. No entanto, cabe mencionar a relevância do petróleo e seus derivados, bem como do gás natural, do biodiesel, do etanol e de outros biocombustíveis, quando trabalhados no contexto das *commodities* e dos contratos futuros e derivativos. Na verdade, o mercado de petróleo é muito rico, complexo e peculiar, quando enxergado sob a óptica de produto primário comercializado em bolsa de mercadorias e futuros. No entanto, o Brasil ainda não trabalha o petróleo como *commodity* no mercado de futuros local (com exceção do mercado de etanol *commodity*, ainda em desenvolvimento). A sistemática adotada pela indústria do petróleo e gás natural nacional é comercializar sua produção em bolsas de mercadorias e futuros internacionais, a exemplo da *NYMEX Company*. Como a proposta desta pesquisa é analisar o contexto do mercado de capitais e da regulação da informação advinda do setor petrolífero brasileiro, fugiria de seu âmbito uma análise do petróleo *commodity* conforme negociado em bolsas internacionais.

Ainda sobre as ações, cabe destacar que elas são o valor mobiliário de negociação mais corrente no mercado de capitais brasileiro. Constituem um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o status de acionista, isto é, o direito de participar da sociedade. Para além do direito de participação, as ações também representam a expectativa de lucro do investidor, proporcionais ao investimento realizado. Na verdade, a obtenção de lucro é o principal interesse quando se investe em ações.

É a Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976) que traça as características principais acercas das ações. Em especial, destaca-se a sua diferenciação nas seguintes espécies: ações ordinárias, preferenciais e de fruição. Nos deteremos à análise das duas primeiras.

As ações ordinárias, de emissão obrigatória em todas as companhias de capital aberto, garantem aos seus titulares todos os direitos comuns de um acionista (direitos de sócio), sem restrições ou privilégios, tendo o direito de voto como principal característica (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 59).

As ações preferenciais são as que conferem aos seus detentores determinadas prerrogativas ou vantagens, a serem definidas no estatuto da S.A., em relação às ações ordinárias, como a prioridade na distribuição de dividendo, onde o investidor possui a preferência em receber um montante relacionado aos dividendos antes dos demais acionistas que não detêm tais tipos de ações (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 59). No entanto, conforme previsão legal, é facultado à companhia deixar de conferir às ações preferenciais garantias previstas às ordinárias, a exemplo do direito de voto (BRASIL, 1976).

As ações de uma mesma espécie subdividem-se ainda com relação ao critério classe, relacionado aos direitos e vantagens relacionados à ação. As ações ordinárias subdividem-se em classes somente quando se tratar de companhia fechada. No entanto, as ações preferenciais não obedecem a tal restrição, podendo subdividirem-se em: prioridade na distribuição de dividendo; prioridade no reembolso do capital; acumulação nas duas preferências e vantagens mencionadas anteriormente (BRASIL, 1976). Exemplificando com as ações emitidas pela Petróleo Brasileiro S.A., temos as ações do tipo PETR3 e PETR4, sendo tal código utilizado para diferenciar as ações ordinárias (PETR3) das preferenciais (PETR4).

Cabe destacar ainda que as ações são de livre circulação e negociação, podendo o titular com ela transigir, sem restrições de valor, pessoa, tempo ou outro critério, sendo tal garantia da própria natureza do mercado de capitais.

Questão peculiar diz respeito ao valor atribuído a uma ação. É possível observar pelo menos dois diferentes critérios para a determinação do valor de uma ação. O primeiro diz respeito ao valor patrimonial, que corresponde ao patrimônio líquido da empresa dividido pelo número de ações. Vejamos.

A companhia X possui um patrimônio líquido de R$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), ao mesmo tempo em que possui ações em seu nome no total de 500.000 ações. Desta maneira, o valor patrimonial de cada ação será de R$ 10,00 (dez reais).

Já o critério de valor de mercado é o responsável por traduzir a representatividade da ação em tal mercado. Para determiná-lo, toma-se por base diversos elementos, entre eles o valor patrimonial, as condições de oferta e demanda da ação no mercado, a perspectiva de rentabilidade da companhia, dentre outros. É por meio de tal critério que se torna possível uma companhia "valer" mais do que o que está previsto em seu estatuto social. Exemplificando: a empresa Y possui o patrimônio previsto em estatuto de R$ 100.000.000,00, pulverizado em 10.000.000 de ações, cada uma com o valor real de R$ 10,00. Entretanto, devido à rentabilidade e perspectiva de crescimento econômico da companhia, no mercado cada ação passa a ser negociada a R$ 20,00. Desta maneira, o valor de mercado da companhia reflete o valor de suas ações negociadas, passando a ser duas vezes maior do que o previsto em seu estatuto.

Apesar da dinâmica do mercado de valores mobiliários permitir tal ficção, é preciso que haja mecanismos que evitem a manipulação do valor de mercado das ações, por meio de condições artificiais na fixação dos preços. Esta é uma das funções do órgão regulador do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários.

2.3 A Comissão de Valores Mobiliários: aspectos institucionais e regulatórios

Criada em 1976 pela Lei nº 6.385, a Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica, integrante da Administração Indireta e vinculada aos quadros do Ministério da Fazenda (BRASIL, 1976). Com base na moderna teoria regulatória, pode-se afirmar que a CVM se enquadra no conceito de agência reguladora, entendida como autarquia sob regime especial, tendo em vista que ela possui autonomia administrativa e financeira, independência política, estabilidade do mandato de seus dirigentes e regula setor específico do mercado, no caso, o mercado de valores mobiliários[2].

2 A discussão relativa às agências reguladoras será retomada no capítulo seguinte.

A feição de agência reguladora atribuída à CVM é de fundamental importância no atual modelo regulatório adotado pelo Brasil. Isso porque tal natureza garante autonomia da agência perante os interesses públicos e privados. Desta maneira, a atuação da CVM busca contribuir para o funcionamento eficiente do mercado, inibindo condutas ilícitas e harmonizando os interesses do Estado, dos agentes econômicos e dos investidores.

Tendo em vista que o âmbito de atuação da CVM diz respeito ao mercado de capitais, o conceito de valor mobiliário é fator determinante, funcionando como critério balizador da atuação da referida agência. Como mencionado em linhas pretéritas, apesar de o conceito de valor mobiliário partir de definição legal, o ordenamento jurídico brasileiro, por influência da doutrina norte-americana, passou a adotar uma definição abrangente para o instituto. Desta maneira, o instrumental teórico utilizado na determinação de valor mobiliário é de significativa importância para a delimitação da competência da CVM.

O artigo 1º da Lei nº 6.385/1976, prescreve o conteúdo a ser disciplinado e fiscalizado pela CVM, qual seja: emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas, serviços de consultor e analista de valores mobiliários, organização e funcionamento das operações das bolsas de valores e das de mercadorias e futuros (BRASIL, 1976).

Em conjunto com o Conselho Monetário Nacional, o artigo 4º da Lei do Mercado de Capitais, descreve os fins a serem alcançados pela Comissão de Valores Mobiliários, destacando: o funcionamento eficiente do mercado de capitais; a proteção dos investidores; coibir condutas abusivas no mercado, ou que criem condições artificiais no preço de valores mobiliários; o regime de divulgação de informações, dentre outras (BRASIL, 1976).

Destacam-se, e com base na teoria regulatória contemporânea que permeia o modelo regulador adotado pelo Estado brasileiro, as funções normativa, fiscalizadora e repressiva/preventiva da Comissão de Valores Mobiliários. A competência normativa, além de derivar da

própria natureza autárquica de regime especial, conforme explanado, advém de previsão legal explicita, que determina a possibilidade de expedir normas voltadas para o mercado de capitais (BRASIL, 1976). Guardadas as devidas proporções, do ponto de vista regulatório e institucional, não vislumbramos nenhum óbice para a atuação da CVM na regulação de um setor econômico específico, como o de petróleo e gás natural, no que diz respeito aos seus valores mobiliários, política de divulgação de informações etc. Entretanto, por razões práticas e de possíveis conflitos de competência, o ideal seria uma atuação conjunta com os demais órgãos reguladores, quando se mostrar necessária uma regulação dirigida a determinado setor econômico. Tal discussão será retomada adiante, no tópico referente ao regime de divulgação de informações e a sua repercussão da indústria do petróleo e gás natural.

Com relação à sua função fiscalizadora, também prevista em lei (BRASIL, 1976), destacam-se as seguintes prerrogativas da CVM: examinar registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc.; intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações; requisitar informações a outros órgãos públicos; determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; investigar atos ilegais, com a possibilidade de aplicação de penalidades (BRASIL, 1976).

A competência repressiva/preventiva corresponde a uma das atribuições mais relevantes dentro da Comissão de Valores Mobiliários, posto que que evitará possíveis condutas prejudiciais para o mercado de capitais, empresas e investidores, como no caso de práticas contrárias à política de divulgação de informação, ou do uso de informações privilegiadas por terceiros em seu próprio interesse. Desta maneira, as atribuições da CVM vão desde a suspensão de negociação de valores mobiliários na bolsa, até a possibilidade de divulgar informação de uma dada companhia que julgue pertinente para o mercado (BRASIL, 1976).

Para além da previsão legal de regulação, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários devem se pautar em diretrizes e princípios que visem a eficiência do mercado e a segurança dos que nele atuam.

É com base em tal premissa que se justificarão as proposições apresentadas adiante, quando do enfrentamento das problemáticas relacionadas à indústria do petróleo e gás natural.

3 INTRODUÇÃO À REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Inicialmente, cabe aqui apresentar o conceito de *regulação* que será adotado neste trabalho. Tendo como ponto de partida o atual modelo econômico-político de Estado regulador, a regulação compreende o conjunto de regras dirigidas a determinado mercado, funcionando como elemento harmonizador dos interesses do Estado, dos agentes econômicos e dos consumidores, com o objetivo de conciliar a livre iniciativa/livre concorrência com o interesse público. Como forma de atender seus objetivos, é conferida a competência para que determinados órgãos (agências reguladoras) criem normas voltadas para um mercado ou setor específico (petróleo, mercado de capitais, energia elétrica, telecomunicações etc.), bem como desenvolvam atividade de fiscalização e coibição/repressão de condutas reputadas ilícitas. Nas palavras de Yazbek (2009, 184):

> [...] a expressão regulação engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela

> fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder normativo, um poder executivo e um poder "parajudicial".

Para uma melhor compreensão da regulação do mercado de capitais, suas particularidades e propósitos, serão apresentados nos tópicos a seguir: uma introdução à teoria das falhas de mercado, seguida da discussão relacionada à teoria da regulação econômica, matriz teórica da regulação adotada no âmbito do mercado de capitais; na sequência, será dada ênfase às denominadas *assimetrias de informação*, a principal falha de mercado objeto de estudo neste trabalho e que possuem relevante significância no mercado de capitais; e, por último, apresentaremos os principais conceitos e finalidades relacionadas à regulação do mercado de capitais, com especial destaque à questão da proteção do investidor, assim como da coibição do *insider trading*.

3.1 Sobre as falhas de mercado e a teoria da regulação econômica

Em 1920, com a publicação da obra *The Economics of Welfare* (PIGOU, 1932), o economista inglês Arthur C. Pigou iniciou, a partir da discussão sobre as externalidades e os chamados *impostos pigouvianos*, o estudo da teoria das falhas de mercado[3], principal substrato teórico a embasar, posteriormente, a teoria da regulação econômica. Nesse sentido, destaca Yazbek (2009, 34):

> A análise das falhas de mercado nasce quando da publicação, em 1919, de Economics of Welfare, de Arthur Cecil Pigou. A rigor, ela é fundada sobre a constatação de que os mercados podem apresentar falhas, mostrando-se ineficientes no sentido paretiano do termo. Em uma definição clássica e largamente aceita, Bator esclarece que o tem falha

3 É atribuído à Francis M. Bator, com o artigo *The Anatomy of Market Failure*, a autoria do termo "falhas de mercado", conforme emprega-se atualmente.

de mercado representa *"... the failure of a more or less idealized system of price-market institutions to sustain 'desirable' or to stop 'undesirable' activities'"*, decorrente de determinadas distorções.

Em conjunto com os bens públicos, as falhas de competição ou concorrência, os mercados incompletos e as assimetrias de informação, as externalidades, segundo significativa parcela dos estudiosos[4], configuram-se como as principais falhas de mercado que a regulação econômica busca corrigir.

A discussão anterior à teoria das falhas de mercado pode ser resumida na perspectiva do liberalismo clássico, que possuía como principal fundamento a capacidade de o mercado autorregular-se, isto é, o próprio mercado encontraria soluções para os problemas dele advindos[5].

A partir do início do século XX, com os problemas socioeconômicos advindos após a Revolução Industrial e as crises subsequentes (em particular, a crise de 1929), percebeu-se que o paradigma da capacidade do mercado autorregular-se mostrou-se falho. Sobre o tema, assim afirma Mendes (2006, p. 110):

> O abstencionismo estatal, que no âmbito econômico teve como seu grande teórico o inglês [sic] Adam Smith, gerou um grande desenvolvimento industrial e econômico, inédito

---

4 Por razões de caráter metodológico e de pertinência para a obra, deixamos de fora a discussão relativa à inflação e o desemprego, também considerada por alguns economistas (e por nós) como falha de mercado. Sobre o tema, cf. GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas** – teoria e prática no Brasil. 3. ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2008. p. 4-8; STIGLITZ, Joseph E. **Economics of public sector**. 3. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2000. p. 77-85.

5 A metáfora que traduz a ideia de que os mercados se autorregulam, buscando uma alocação ótima dos recursos escassos, é exatamente a "mão invisível" que neles opera, metáfora esta utilizada pelo economista escocês Adam Smith, na clássica obra A Riqueza das Nações. Sobre o tema, cf. SMITH, Adam. **A riqueza das nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas, vol. I. Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983. p. 379.

> até então. Tal pensador, porém, não soube prever as potencialidades socialmente desagregadoras que tal fenômeno possuiu, mais especificamente com o surgimento de um poder econômico altamente concentrado. A "mão invisível" do mercado deparou-se com enormes conglomerados monopolísiticos e não soube e nem pôde enfrentá-los. As conseqüências sociais foram insustentáveis.

Ineficiência na produção/fornecimento de bens públicos (como saúde e educação), criação de monopólios e oligopólios (com o consequente controle de preços), e altos níveis de desemprego e inflação passaram a ser apontados como fatos que demonstravam a existência de situação onde a solução de mercado mostrava ineficiente. Advém daí a ideia de falhas de mercado, ou seja, situações onde a solução de mercado não se mostrava suficiente para resolver os problemas dele advindos.

Conforme anteriormente apontado, registrou-se cinco falhas de mercado cuja regulação econômica busca corrigir, quais sejam: os *bens públicos*, as *falhas de concorrência* ou *competição*, as *externalidades*, *os mercados incompletos* e as *assimetrias de informação*. Vejamos, separadamente, e de maneira breve, cada uma das mencionadas falhas.

Segundo a literatura econômica, os chamados *bens públicos* – que em nada se confundem com os bens públicos do direito civil brasileiro[6] –, possuem duas características essenciais que os distinguem dos bens privados: seu uso/consumo é não-excludente e não-rival (GIAMBIABI; ALÉM, 2008, p. 4-5). Vejamos ambas as características através de um exemplo prático: a segurança pública, que no Brasil deriva de uma obrigação constitucional do Estado, é considerada um bem público conforme a teoria das falhas de mercado, exatamente porque, primeiro, o "consumo" da segurança pública por um particular não irá reduzir o consumo pelos demais indivíduos de compõe a coletividade (característica da não-rivalidade); segundo porque é virtualmente impossível impedir que um indivíduo que, por exemplo, não paga seus tributos, de se beneficiar da

---

6 Conforme previsto nos art. 98 a 103, do Código Civil Brasileiro.

segurança pública fornecida pelo Estado (atributo da não-exclusão). Percebe-se, com isso, que em razão das características dos bens públicos, o mercado não possui incentivos para produzi-los (tanto porque não pode excluir indivíduos não pagantes de sua fruição, quanto porque é extremamente difícil identificar a parcela de "consumo" por cada indivíduo, e quem o consumiu), cabendo ao Estado fornecer diretamente tais bens, ou incentivar que o mercado os forneça, via regulação econômica. Outros exemplos de bens públicos são a segurança nacional, a atividade jurisdicional, o serviço de iluminação pública etc.

A segunda falha de mercado corresponde às *falhas de concorrência* ou *de competição*, traduzidas na existência de empresas monopolistas (apenas uma empresa ofertando determinado produto ou serviço) ou oligopolistas (pequeno grupo de empresas ofertando certo produto ou serviço), que detêm toda uma parcela, ou significativa parcela, de determinado segmento econômico e, com isso, dificultam ou impedem a entrada de novas empresas neste segmento, além de controlarem os preços de seus produtos e serviços, exercendo abuso de poder econômico.

No cenário modelo idealizado pelo liberalismo clássico, as empresas competem em uma concorrência perfeita, buscando ofertar os melhores produtos ou serviços aos seus consumidores; neste cenário, é natural e esperado que as melhores empresas, isto é, aquelas com os melhores produtos ou serviços (ou com menores preços) mantenham-se no mercado, enquanto as demais, caso não atinjam tais níveis de eficiência, deverão sair do mercado. Ocorre que, na prática, percebeu-se que determinadas empresas com maior poder econômico se valem de condutas de natureza anticoncorrencial (cartelização, abuso de posição dominante), visando excluir do mercado suas concorrentes e controlar o preço de seus produtos e serviços, causando prejuízo direto aos consumidores[7]. Em situações como essa, torna-se necessária a inter-

7 Há também o denominado "monopólio natural", que surge quando, em razão da onerosidade e complexidade para a produção de determinado bem ou prestação de certo serviço, impõe que a existência de um único produtor se mostra a mais

venção do Estado para coibir tais falhas de concorrência, seja assumindo diretamente a posição de agente econômico (na condição de empresa estatal), de maneira monopolística, e exercendo a atividade econômica (bastante comum quando há a existência de um monopólio natural); ou seja regulando os mercados, criando normas básicas que coíbam condutas anticoncorrenciais e órgãos aptos a fiscalizar tais condutas, a exemplo do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

As *externalidades* representam situações onde os efeitos de uma determinada relação de trocas no mercado ultrapassam o espaço dos agentes diretamente envolvidos (por exemplo, comprador e vendedor), atingindo terceiros que, em princípio, não possuem qualquer correlação com a relação originária (COOTER; ULEN, 2010, p. 61). A poluição ambiental gerada por uma fábrica é o exemplo por excelência de uma externalidade negativa: de um lado, temos a fábrica, que produz determinado produto (compostos químicos, por exemplo), atendendo à demanda de seu mercado consumidor; ocorre que, em razão desta relação de troca, e da poluição ambiental gerada pela fábrica, a população que mora no entorno de seu terreno está sendo diretamente afetada, em que pese não ter não ter anuído ou sequer participar diretamente dessa relação[8]. Em tal cenário, o Estado pode valer-se da regulação econômica para evitar que as externalidades persistam, determinando que os agentes

---

viável e economicamente eficiente. Exemplos: serviços de saneamento básico e fornecimento de energia elétrica.

8 Também é possível vislumbrar a ocorrência das chamadas “externalidades positivas”, que, como o termo sugere, correspondem à situações onde as relações de troca entre agentes resultam em benefícios para a coletividade, em que pese os beneficiados indiretos não terem contribuindo para tanto (um exemplo seria a aquisição, reforma e construção de uma praça por um particular em uma região então abandonada; a vizinhança irá usufruir, mesmo sem terem contribuído, de maior segurança e lazer em razão da praça construída). Neste caso, o Estado deve incentivar a ocorrência das externalidades positivas, que também poderá ocorrer através da regulação econômica (com a concessão de incentivos fiscais, por exemplo).

econômicos "internalizem" as externalidades. Os impostos pigouvianos, mencionados anteriormente, representam a utilização da tributação para fins regulatórios, onde os agentes poluidores deveriam ter uma sobretaxa, através de um tributo específico, de maneira a compensar a coletividade pelos prejuízos advindos da poluição ambiental.

A quarta falha de mercado, os denominados *mercados incompletos*, representam uma dada situação onde, apesar de haver incentivos para a produção de determinado bem ou serviço (em razão de uma grande demanda por parte do mercado consumidor e os baixos custos para a sua produção), as empresas não possuem interesse em produzir tal bem ou serviço (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p. 7). Essa situação (o oposto do mercado completo, onde as empresas alcançam níveis ótimos de oferta, em atendimento à demanda dos consumidores) pode ocorrer pelo fato das empresas não encontrarem um ambiente institucional propício para tanto; um mercado financeiro/de capitais pouco desenvolvido, a existência de altos custos de transação ou significativas assimetrias de informação resultam na ocorrência dos mercados incompletos, que também podem ser corrigidos através da regulação econômica.

Por último, temos as *assimetrias de informação*. Em um cenário ideal, em determinada relação de troca, os agentes deveriam possuir o máximo de informações possíveis sobre o produto que estão negociando: valor de mercado, qualidade, quantidade, durabilidade, todas estas são informações significativas na formação dos preços. No entanto, comumente, as partes envolvidas em uma relação de troca não dispõem de níveis ideais de informação, situação a qual, levada ao extremo, poderia impedir que a transação ocorresse, em razão da insegurança resultante do desequilíbrio informacional. A ocorrência desta falha de mercado corresponde exatamente às assimetrias de informação (COOTER; ULEN, 2010, p. 65). Um exemplo recorrente de assimetrias informacionais em uma relação de troca ocorre na compra e venda de um automóvel usado: é esperado que o vendedor, que fez uso do automóvel, conheça os potenciais defeitos existentes no veículo; por outro lado, o comprador coloca-se em uma posição de desvantagem, exatamente por desconhecer (partindo do

pressuposto de que ele não detém conhecimento técnico para tanto) as características do automóvel. Esse mesmo exemplo é destacado por Pinheiro e Saddi (2005, p. 259):

> Quando os agentes econômicos realizam trocas com base em informações incompletas sobre os custos e benefícios que cada um terá como resultado de uma transação, o mercado falha e, por conta própria, não maximiza o bem-estar social. Um caso em que isso ocorre é quando há uma assimetria de informação entre os agentes, isto é, quando uma das partes na transação sabe mais sobre o bem ou serviço transacionado do que a outra. Um caso clássico é aquele em que o vendedor sabe mais sobre o produto que comercializa do que o comprador, por exemplo, na venda de um carro usado. Só o dono sabe se, onde e como o carro sofreu algum acidente, se apresenta problemas no motor etc. O potencial comprador só vê um carro polido e lustroso, em ótimo estado.

As assimetrias de informação são bastante evidentes no mercado de capitais: de um lado temos as empresas com capital negociado em bolsa, detentoras de maiores e melhores níveis informacionais sobre suas próprias atividades e sobre o segmento econômico no qual estão inseridas; de outro, os investidores, que necessitam do máximo de informações possíveis para realizar o procedimento de tomada de decisão relativamente aos seus investimentos. Sob tal perspectiva, a proteção do investidor quanto às assimetrias informacionais existentes no mercado financeiro é condição premente para a própria eficiência do mercado. Em razão de sua importância para a obra, as assimetrias de informação serão discutidas no tópico seguinte.

Analisadas as principais falhas de mercado propostas pelos economistas, chega-se à teoria da regulação econômica em sua formulação clássica[9]. A regulação econômica visa exatamente corrigir ou mitigar as falhas

9 Optou-se, aqui, em analisar a teoria da regulação econômica em sua acepção

de mercado anteriormente apresentadas. A ideia por detrás da regulação econômica é exatamente a substituição do mercado (substituição aqui compreendida como intervenção, interferência) pelo Estado, onde este último, mediante a imposição de regras cogentes ou de incentivos, irá diminuir ou corrigir práticas reconhecidas como prejudiciais para o sistema econômico. A respeito do tema, destaca Yazbek (2009, p. 34):

> Neste sentido, a existência de falhas de mercado, a existência de falhas de mercado seria a primeira e principal justificativa para a intervenção estatal, destinada à sua correção ou à criação de sucedâneos para aquele mercado faltante (ainda que se possa discutir a adequação dessa criação), seja por intermédio de tributação, outorga de subsídios, regulação ou criação de infra-estrutura. Esse tipo de posição, que vê a regulação estatal como necessária para a defesa do interesse público, foi largamente adotado a partir do *New Deal* norte-americano.

As formas nas quais a regulação econômica é posta em prática são as mais variadas possíveis. Concessão de incentivos fiscais ou de subsídios governamentais, criação de normas de controle de comportamentos (sejam as de caráter legislativo ou administrativo/regulamentar), criação normas de incentivo ou desincentivo à prática de determinada conduta, fiscalização dos mercados, imposição de sanções etc., todas essas são práticas que podem ser adotas para fins regulatórios, com o escopo de corrigir falhas de mercado. Conforme afirma Mattos (2004, p. 50):

---

clássica, que imperou na literatura econômica até a década de 1960 e ainda é amplamente utilizada como parâmetro de análise. Cabe destacar que tal abordagem teórica, onde a correção das falhas de mercado ganha papel de destaque, passou a ser contestada a partir da década de 1960. Sobre o tema, cf. os artigos seminais sobre a revisão da teoria da regulação econômica elaborados por George J. Stigler (*The Theory of Economic Regulation*, 1971), Richard A. Posner (*Theories of Economic Regulation*, 1974) e Sam Peltzman (*The Economic Theory of Regulation after a decade of Deregulation*, 1989).

> Um desafio central para a teoria social é explicar o padrão da intervenção estatal no mercado – que podemos chamar de “regulação econômica”. Quando definida de forma apropriada, a expressão se refere a todos os tipos de impostos e subsídios, bem como aos controles legislativo e administrativo explícito sobre taxas, ingressos no mercado, e outras facetas da atividade econômica.

A regulação econômica é vista, hoje, muito mais como regras de incentivo ou desincentivo, onde o Estado, mediante a criação e aplicação de normas com conteúdo jurídico ou legal, desenham um cenário de expectativa de condutas por parte dos agentes econômicos, que poderão ou não ser tomadas. Sob tal perspectiva, a criação de normas jurídicas como instrumento de regulação econômica é uma das suas principais facetas, se não a principal. Conforme destacam Pinheiro e Saddi (2005, p. 254-255):

> Hoje em dia, reconhece-se que a regulação funciona de forma mais sutil, influenciando, mas dificilmente determinando com precisão o comportamento dos agentes econômicos. O desafio, então, é usar a regulação para criar incentivos para que as empresas, os consumidores e os demais agentes econômicos, ao buscar o que consideram ser o melhor para cada um de si, tomem decisões que maximizem o bem-estar social. E, como observado Ronald Coase, o “único meio de que o governo dispõe para fazer isso (aparte a exortação, que é usualmente ineficaz) é mudar a lei e a sua aplicação”. A regulação consiste, portanto, do conjunto de normas, regulamentos e procedimentos, em geral oriundos do Poder Executivo, por meio das instituições responsáveis pela sua aplicação, a que o Estado recorre para alterar os incentivos e restrições com que operam os agentes econômicos, buscando corrigir as ineficiências geradas por falhas de mercado.

Mas a regulação mediante a adoção de normas de incentivo ou desincentivo é apenas uma de suas variáveis. O Estado também pode exercer atividades de caráter fiscalizador e sancionador, com o fim de regular determinado segmento econômico. A defesa da concorrência é um exemplo onde o Estado (no caso brasileiro, através do Conselho Administrativo de Defesa Econômica[10]) é responsável por fiscalizar condutas que se configurem como abuso do poder econômico; caso tais condutas sejam confirmadas, será conferido ao órgão regulador a possibilidade de punir os agentes econômicos envolvidos.

Em verdade, o papel do Estado em regular a economia possui, no caso brasileiro, verdadeira natureza constitucional, em razão da previsão contida no artigo 174, da Constituição Federal, que confere ao Estado a função de "agente normativo e regulador da atividade econômica" (BRASIL, 1988).

Sob tal perspectiva, e conforme a construção doutrinária brasileira, a regulação econômica traduz-se na intervenção do Estado na economia, podendo ocorrer de forma direta (quando o próprio Estado exerce a atividade empresarial, seja de forma monopolística ou concorrendo com a iniciativa privada) ou indireta (através de normas de direção, de incentivos ou desincentivos). Em sua clássica obra *A ordem econômica na Constituição de 1998*, Eros Grau adota conceitos próprios para as formas de intervenção econômica do Estado, quais sejam, intervenção *no domínio econômico* (correspondente à intervenção direta) e intervenção *sobre o domínio econômico* (correspondente à intervenção indireta) (GRAU, 2007, p. 148).

Valendo-se da classificação de Eros Grau, temos que a intervenção no domínio econômico (ou intervenção direta) pode ocorrer tanto por absorção, quanto por participação (GRAU, 2007, p. 148). Na intervenção por absorção, o Estado assume, de maneira monopolística

10 As funções do Conselho Administrativo de Defesa Econômica estão previstas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011.

e exclusiva, xploração direta de determinada atividade econômica[11]. Por outro lado, na intervenção por participação, o Estado atua em regime de concorrência com o setor privado na exploração de determinada atividade econômica[12].

A intervenção sobre o domínio econômico (ou intervenção indireta), por seu turno, desdobra-se em intervenção por direção e intervenção por indução (GRAU, 2007, p. 148). Na intervenção por direção, o Estado, mediante o uso de normas jurídicas de caráter compulsório, delimita o campo de atuação e decisão do agente econômico[13]. Já na intervenção por indução, o Estado também faz uso de normas jurídicas, buscando incentivar ou desestimular determinado comportamento por parte do agente econômico[14]. Neste segundo caso, em que pese a natureza de norma jurídica, as normas editadas pela autoridade estatal possuem conteúdo dispositivo, isto é, ao agente econômico é facultado cumpri-las ou não, comportamento este que poderá ser premiado ou sancionado, a depender da natureza da norma indutora, se de incentivo ou de desincentivo (GRAU, 2007, p. 150).

---

11 Este era o caso das atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural, as quais, antes do advento da Emenda Constitucional nº 9, de 9 de novembro de 1995, e da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, eram exercidas integralmente pela PETROBRAS, sociedade de economista mista pertencente à União Federal.

12 Complementando a nota anterior, após o advento das mencionadas normas (Emenda Constitucional nº 9/1995 e Lei n 9.479/1997), houve a flexibilização do monopólio das atividades de exploração e produção de petróleo e gás, sendo conferido às empresas privadas, em regime de concorrência com a PETROBRAS, a possibilidade de exercerem tais atividades.

13 Um exemplo de norma jurídica cuja finalidade é a de intervir por direção são as normas que estabelecem o controle de preços em determinado segmento econômico (por exemplo, mercado de combustíveis).

14 Os incentivos fiscais são o exemplo por excelência de normas jurídicas de intervenção por indução.

Sob outra perspectiva, um dos desdobramentos da teoria da regulação econômica, principalmente a partir da década de 1970, foi a política de desestatizações ocorrida nos Estados Unidos e no Reino Unido, acompanhada da criação das chamadas agências reguladoras[15]. No Brasil, o fenômeno foi sentido a partir do início dos anos 1990, com a denominada "Reforma do Estado", assim resumida por Mendes (2006, p. 123):

> A criação de agências, porém, não ocorreu de forma aleatória. Insere-se – necessário recordar – num contexto histórico que alia alguns traços básico: crise absoluta e depauperamento do modelo de Estado interventor, prestador de serviços; início de um processo de desestatização, conferido a agentes econômicos particulares o direito de prestar serviços públicos, por meio de ato delegatório, até então prestados tão-somente por empresas estatais; necessidade de se conferir segurança e independência aos investimentos estrangeiros.

Após uma série de privatizações de empresas estatais (e da flexibilização do monopólio da exploração e produção de petróleo e gás natural, no caso do setor petrolífero), houve a criação de diversas agências reguladoras para setores econômicos específicos, a exemplo da ANATEL (Agência Nacional de Telecomunicações), da ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica), e da ANP (Agência Nacional do Petróleo,

---

15 Em que pese sua significativa difusão na década de 1970, as agências reguladoras (ou órgãos estatais com a função de regular determinado setor econômico) não são um fenômeno recente, possuindo uma ampla tradição nos países de origem anglo-saxã, a exemplo das *independent agencies* americanas (com destaque para a *Interstate Commerce Comission*, criada em 1887), e do Board System britânico, cujo desenvolvimento remonta a segunda metade do século XIX. Sobre tema, cf. MARTÍNEZ, María, Salvador. **Autoridades independientes**: un análisis comparado de los Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania, Francia y España. Barcelona: Editorial Ariel, 2002.

hoje Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis), com o escopo de regular determinados mercados que eram, até então, explorados exclusivamente pelo Estado[16].

Sob tal perspectiva, as agências reguladoras representam um dos instrumentos de regulação econômica à disposição do Estado, visando evitar a concentração dos mercados (via criação de monopólios), reduzir assimetrias informacionais, corrigir eventuais externalidades negativas (impondo sanções contra agentes econômicos, por exemplo). Na perspectiva brasileira, as agências reguladoras possuem como principais características: o exercício do poder normativo, editando normas de conteúdo infralegal, destinadas ao setor econômico que buscam regular; autonomias administrativa, gerencial e financeira; mandato fixo de seus dirigentes, comumente nomeados em razão de seu notório conhecimento e experiência no setor regulado; funções fiscalizatória e sancionatória, dentre outros atributos (MEDES, 2006, p. 124-131).

Apresentamos, então, duas modalidades de regulação: a exercida pelo mercado, quando inserido num ambiente de plena liberdade econômica, o que pode ocasionar na existência de falhas de mercado; e a exercida pelo Estado, que intervém na economia mediante o exercício de direto de atividade econômica, ou através da regulação via edição de normas, controle de condutas, fiscalização de mercados etc. Há, entretanto, uma terceira modalidade de regulação, de natureza intermédia, que possui importante papel para a teoria da regulação, e para o mercado de capitais em particular. Trata-se da denominada *autorregulação*.

A autorregulação ocorre quando os próprios agentes econômicos participantes de determinado mercado instituem regras de condutas e procedimentos de fiscalização de seu cumprimento (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 473). Normas criadas por conselhos de classes profissionais,

---

16 Cabe destacar que o Brasil também já possuía órgãos estatais com a função de regular determinados setores econômicos, a exemplo do Banco Central, do Conselho Monetário Nacional (ambos criados em 1964, através da Lei nº 4.595) e da já mencionada Comissão de Valores Mobiliários (criada pela Lei nº 6.385, de 1976).

que vinculam seus membros (e permitem que o órgão classista puna membros que não cumpram tais normas), são um bom exemplo do exercício de autorregulação. Importa mencionar que as normas advindas da autorregulação não possuem natureza de norma jurídica, somente vinculando os agentes que decidem se submeter, voluntariamente, às normas criadas por algum órgão de natureza privada de importante relevância para determinado segmento do mercado. Nesse sentido, Yazbek (2009, p. 211) afirma:

> [...] inicialmente cumpre reconhecer que ela [a autorregulação] é, de fato, regulação da atividade econômica, sendo objeto de uma imposição e não fruto de "forças equilibradas" do mercado. Trata-se, assim, de uma regulação "artificial", imposta, ainda que o seja pela própria coletividade dos agentes regulados. Evidencia-se, com isso, o segundo aspecto da auto-regulação, o fato de ela resultar de uma organização coletiva que impõe uma ordem, um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros – ela não nasce do conjunto de operações, mas de uma estrutura que se destaca daquelas operações e dos agentes que as realizam e que, sobre eles, deverá atuar. Por fim, do até aqui exposto ressalta, também, o caráter extra-estatal da auto-regulação, que é desenvolvida por órgãos coletivos privados. Como ocorre com a regulação estatal, a auto-regulação se corporifica em mais de uma dimensão, abrangendo uma faculdade genérica de auto-regulamentação, uma faculdade de auto-execução e uma faculdade de aplicação punições, ou seja, de "autodisciplina".

No âmbito do mercado de capitais, a autorregulação ganha significativo relevo, tanto no âmbito internacional, quanto no mercado financeiro brasileiro, sobretudo após a criação do Novo Mercado. Dentre as justificativas para o exercício da autorregulação no mercado de capitais, podem ser apontadas: i) o caráter eminentemente técnico das operações realizadas em tal segmento econômico, que demandam uma regulação específica; ii) a necessidade de dinamismo e eficiência nas operações

realizadas em bolsa; iii) a participação dos próprios agentes econômicos regulados criação das normas autorregulatórias; iv) a possibilidade de criação de padrões internacionais de autorregulação, que poderão ser adotados pelos diferentes mercados financeiros nacionais, dentre outras. Acerca da autorregulação, destacam Eizirik, Gaal, Henriques e Parente (2008, p. 197-198):

> O sistema de auto-regulação vem sendo considerado, na experiência internacional, a forma mais eficaz de controle da atividade desempenhada pelas instituições intermediárias no âmbito do mercado de valores mobiliários. De fato, a doutrina reconhece que as normas internas, às quais os membros das bolsas de valores se submetem voluntariamente, muitas vezes são mais eficazes do que as normas emanadas pelo Poder Público. A maior eficácia das normas auto-reguladoras decorre do fato de elas serem elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias do mercado. Ademais, a participação dos próprios regulados na disciplina de suas atividades também leva à maior eficácia da regulação, derivada da aceitação e observação menos litigiosa de sua parte. A fiscalização do mercado de capitais exclusivamente pela entidade governamental, por outro lado, tenderia a ser mais burocrática e, consequentemente, ineficiente, pois seria exercida por pessoas que não estão diretamente envolvidas nos problemas existentes na prática dos negócios.

Atualmente, no Brasil a autorregulação do mercado de capitais é exercida principalmente pela B3, através da BSM Supervisão de Mercados (BSM).

3.2 Assimetrias de informação no mercado de capitais

Dentre as falhas de mercado discutidas no tópico anterior, merece destaque as denominadas *assimetrias de informação*, cuja influência no mercado de capitais é de significativo relevo. Conforme anteriormente mencionado, as assimetrias informacionais surgem quando, em uma determinada relação de troca entre agentes, o desequilíbrio informacional entre os agentes sobre o bem negociado (qualidade, quantidade, valor, características etc.) é de tal monta ao ponto de prejudicar a formação de preços do bem, gerando perdas de eficiência econômica. Nesse sentido, Yazbek (2009, p. 39):

> Nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo. Além disso, eles podem dispor, também, de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações. A consideração de tais assimetrias apresentaria uma relevância muito limitada, porém, se permanecesse limitada à criação dos mercados para informações. A sua existência pode, na verdade, trazer uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de pano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos.

As perdas de eficiência em razão das assimetrias de informação vão desde a supervalorização do preço do bem (isto é, paga-se mais do que o que ele realmente vale), o aumento dos custos de transação (em razão da criação de condições para a compra dos bens, contratação de seguros etc.), podendo, inclusive, criar prejuízos ao ponto de inviabilizar a própria relação de troca à qual a assimetria de informação está vinculada.

George Akerlof, economista americano, publicou em 1970 um dos principais trabalhos sobre as assimetrias de informação, denominado *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*

(ARKELOF, 1970). Neste trabalho pioneiro, Akerlof apresenta os principais conceitos advindos da teoria das assimetrias de informação, analisando o mercado de carros usados nos Estados Unidos, onde é utilizada a expressão *lemon* ("limão") para designar tal espécie de automóvel. Em tal mercado, é esperado que o vendedor de um automóvel possua maiores e melhores níveis informações do que o comprador. As informações que o vendedor possui sobre o carro serão usadas em seu favor, seja omitindo as informações negativas, ou supervalorizando informações de menor relevância. O próprio comprador, por outro lado, já inicia a negociação pressupondo que o automóvel que pretende adquirir vale menos do que o que o vendedor está pedido por ele, mesmo que, na prática, isso não seja verdade, isto é, que o automóvel possua as condições ideais que o vendedor afirma que ele possui. Tais circunstâncias irão repercutir na formação ideal de preços do automóvel, gerando perdas de eficiência econômica (AKERLOF, 1970, p. 489). Em seu trabalho, Akerlof conclui que os modelos econômicos anteriores, onde a confiança e a informação perfeita eram condições inerentes às práticas do mercado, não mais se aplicam. Por outro lado – em razão dos desequilíbrios informacionais já mencionados –, garantias informais, mesmo que não escritas, sempre serão condições necessárias para a realização de trocas no mercado (AKERLOF, 1970, p. 500).

A partir das problemáticas em torno das assimetrias informacionais, derivam três outros pontos de discussão, quais sejam, o *moral hazard* ("risco moral"), a seleção adversa e sinalização. Para tanto, torna-se necessário apresentar, primeiramente, a denominada "relação *principal-agent*".

Em determinadas relações econômicas, a exemplo da relação de emprego ou da relação entre acionistas e administradores de companhias, é possível observar a chamada "relação *principal-agent*". De um lado temos o *principal*, que pode ser exemplificado na figura do empregador ou dos acionistas de uma companhia, que contrata o *agent* (que, no nosso exemplo, poderá ser um empregado ou um administrador de determinada sociedade anônima). A ciência econômica aponta que o *agent*, assim como o *principal*, é um indivíduo racional e maximizador.

Dessa forma, em que pese a sua contratação ocorrer no interesse da empresa e, por conseguinte, do *principal*, poderão advir situações onde o *agent* agirá em seu próprio benefício (YAZBEK, 2009, p. 39-40). No âmbito do mercado de capitais, em especial, o *agent*, muitas vezes, detém informações privilegiadas – exatamente em razão dos desequilíbrios informacionais existentes entre o *principal* e o *agent* – situação na qual ele poderá utilizar tais informações em seu próprio interesse, adquirindo ou vendendo ações da companhia em razão de determina informação relevante que possua.

A partir do conceito de *principal-agent*, advém a discussão relacionada ao *moral hazard*, em português conhecido como *risco moral*. Consideremos o desequilíbrio informacional existente na relação entre seguradora (neste caso, o *principal*) e segurado (o *agent*). Comumente, a seguradora (num seguro de veículos, por exemplo) busca saber o máximo de informações possíveis sobre o segurado. No entanto, a partir da contratação, a seguradora passará apenas a monitorar a conduta do segurado, sendo reduzida sua capacidade de interferência. O seguro, por um lado, após a contratação do seguro, poderá reduzir os cuidados que normalmente teria em razão da cobertura que possui. Por outro lado, o segurado também poderá omitir informações da seguradora no momento da contratação, como forma de reduzir os custos do seguro. Situações como esta, onde há uma dificuldade do *principal* acompanhar as ações do *agent*, correspondem exatamente à hipótese de *moral hazard* (YAZBEK, 2009, p. 40-41).

A seleção adversa pode ser ilustrada através do exemplo do mercado de carros usados empregado por George Akerlof, em trabalho anteriormente citado. Em tal mercado, deparamo-nos com situações onde é esperado que o vendedor, por conhecer as condições do automóvel que pretende vender, beneficie-se da assimetria informacional, omitindo informações relevantes que influenciariam na formação do preço do automóvel. O comprador, por seu turno, pressupondo tal cenário, tenderá a oferecer um preço inferior àquele proposto pelo vendedor (mesmo que, numa situação ideal, o automóvel valha o preço que o vendedor ofertou),

ou até mesmo deixe de comprar o automóvel. Por outro lado, proprietários de carros usados em bom estado, antevendo situações como esta, poderão deixar de oferecer seus carros à venda, reduzindo a oferta de carros usados no mercado, que será composto apenas por veículos de qualidade inferior (YAZBEK, 2009, p. 41).

A sinalização, por fim, corresponde à situações onde, em vez de haver a retenção de informações, o agente econômico (neste caso, o *agent*), de forma deliberada ou não, divulga o máximo de informações possível para o *principal*. Em tal hipótese, o agente econômico "sinaliza" ao mercado que a qualidade de seu "produto" (YAZBEK, 2009, p. 42) é superior. No exemplo do mercado de automóveis usados, um vendedor que possua um carro usado em bom estado poderá "sinalizar" para o mercado tal informação ofertando garantias contratuais ao comprador. No mercado de trabalho, o empregado que pretende preencher determinada vaga, "sinalizará" ao empregador que possui condições de assumi-la através de um bom currículo, por exemplo. O problema surge quando há uma ampla divulgação de informações por parte do *agent* de forma não intencional, resultando em distorções no mercado, posto que outros indivíduos poderão se beneficiar de tais informações indevidamente.

Resta claro a influência das assimetrias de informação no mercado de capitais. Conforme já mencionado na introdução deste trabalho, a informação é um elemento-chave (se não o mais importante elemento) no mercado de capitais. É através dela que as companhias e os investidores tomam suas decisões de onde, como, quanto e quando investir. O sistema de formação de preços de uma ação está diretamente vinculado às informações que a firma presta ao mercado. Empresas "quebram" ou podem sofrer significativos prejuízos financeiros em razão de informações que não sejam fidedignas, ou que sejam divulgadas de forma equivocada. Sob tal perspectiva, é emblemático o exemplo da empresa Eron (GIRÃO, 2012, p. 27):

> Um dos maiores impactos da assimetria informacional aliado às fraudes e manipulação de números contábeis foi o caso da empresa norte-americana Enron. Em 31 de dezembro de

> 2000, a companhia tinha suas ações cotadas à US$ 83,13 e o seu valor de mercado era superior a 60 bilhões de dólares, o que era 70 vezes o valor do lucro e 6 vezes o valor contábil da firma. Uma empresa com todo esse valor de mercado deveria ser confiável para que as pessoas aplicassem seus recursos nela, porém em menos de um ano, a Enron perdeu quase 100% do seu valor de mercado devido ao descobrimento de irregularidades. As ações, portanto, passaram a valer US$ 0,40 [...].

A literatura econômica sobre o tema das assimetrias informacionais no mercado de capitais discutiu, inicialmente, a denominada Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), originalmente apresentada pelo economista Eugene Francis Fama, em seu trabalho *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. Na perspectiva da HME, o preço de um ativo no mercado de capitais deve ser o reflexo de todas as informações que contribuem para a formação de tal preço. Em tal cenário, parte-se do pressuposto de que as informações disponíveis no mercado para a formação dos preços dos ativos são simétricas, motivo pelo qual o preço dos ativos fornece sinais para a alocação ótima de recursos (MARTINS; PAULO, 2014, p. 35).

Na prática, conforme já apontado, é a assimetria informacional que impera. Indivíduos de posse de informações privilegiadas, que podem ou não terem sido obtidas por meios ilícitos – mas que ainda não foram divulgadas pela companhia –, poderão se beneficiar de tais informações no processo de compra e venda de ações, causando efeitos distorcivos na economia. O caso brasileiro ganha relevo devido ao fato de que há grande concentração do capital das firmas entre poucos investidores, resultando num maior desequilíbrio informacional e, por conseguinte, ganhos desproporcionais em favor daquele pequeno grupo que detém informações privilegiadas (MARTINS; PAULO, 2014, p. 35).

As assimetrias informacionais existentes no mercado de capitais, pelos efeitos distorcivos que causam, em prejuízo às companhias e aos investidores, devem ser corrigidas, sendo a regulação um dos instrumentos por excelência para tal correção. A esse respeito, menciona Yazbek (2009, p. 42-43):

> O trato com os problemas típicos da existência de assimetrias informacionais demanda, usualmente, soluções complexas. Assim, os agentes econômicos procuram proteger-se, recorrendo a soluções contratuais que reduzam a possibilidade de conduta irregular ou mesmo adotando soluções "hierarquizadas", ou seja, em alguma medida internalizadoras de certas informações. É comum também que, ante as assimetrias informacionais, os agentes econômicos sejam submetidos a mecanismos de regulação, a obrigações compulsórias de prestar informações (como ocorre em diversos dispositivos da legislação acionária, por exemplo), à necessidade de registro de certos atos (cujo conteúdo é eminentemente publicitário) etc.

Especificamente no âmbito do mercado de capitais, o princípio do *full disclosure* e o dever de informar, incorporados ao nosso ordenamento jurídico através da legislação societária, traduzem-se em normas de conteúdo regulatório que tem como escopo reduzir as assimetrias informacionais. A cooperação entre entres reguladores no intercâmbio de informações também se mostra útil, na medida em que permite ampliam a gama informações que as agências possuirão no âmbito de seus mercados regulados e segmentos correlatos, a exemplo do mercado de capitais e da indústria petrolífera. Tais discussões serão melhor explorada nos capítulos seguintes.

3.3 Regulação do mercado de capitais, proteção do investidor e *insider trading*

Do ponto de vista da sua justificação, entendemos que a regulação do mercado de capitais (e também de outros setores da economia) pauta-se por dois critérios: o interesse público e os objetivos de caráter econômico. O interesse público justifica-se diante do fato de que o mercado de capitais promove o desenvolvimento econômico do país, além da necessidade de se proteger os investidores que ali operam, sendo por intermédio da regulação que se garantem tais interesses de caráter coletivo. Os objetivos econômicos estão relacionados aos interesses privados dos agentes econômicos envolvidos, onde se buscará uma regulação eficiente para que o mercado torne-se seguro, dinâmico e atrativo para investimentos, possibilitando a inserção de novas companhias e atraindo novos investidores.

Neste sentido, com relação ao interesse público, a finalidade da regulação do mercado de capitais fundamenta-se na: proteção dos investidores; eficiência do mercado; concepção e manutenção de instituições seguras e que promovam a concorrência; necessidade de se evitar a concentração e o abuso de poder econômico e de impedir a criação de situações de conflitos de interesses (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 18).

Do ponto de vista dos objetivos econômicos, a regulação do mercado de valores mobiliários possui como escopos: buscar mecanismos para tornar mais eficiente a determinação dos preços dos valores mobiliários (quanto mais rápida a reação, mais eficiente a formação dos preços e, por conseguinte, o mercado); a eficiência na alocação dos recursos, de maneira que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem seu capital nas empresas com maior produtividade e rentabilidade; por fim, mitigar os custos de transação, que são aqueles observados na realização dos negócios (por exemplo: a busca de informações por parte dos investidores acerca dos ativos da empresa, suas atividades

atuais etc.) (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 20). De maneira análoga, e com base nas lições de Nelson Eizirik, destaca Proença (2005, p. 167-168):

> Neste ponto específico, a regulação do mercado de capitais deve assentar-se para: 1. Assegurar a eficácia na determinação do valor dos títulos negociados, garantido que todas as informações relevantes estarão disponíveis ao mesmo tempo para todos os investidores, de tal forma que se reflitam concretamente nos preços. 2. Reduzir custos transacionais e aumentar a competição entre os intermediários, ao ensejo das transferências de títulos entre os participantes do mercado. 3. Manter a eqüidade nas relações dos intermediários com seus clientes, de tal modo que não haja discriminação entre os diversos tipos de clientes e a grandeza das ordens. 4. Prevenir conflitos de interesse entre intermediários e clientes, criando uma rígida separação entre as diversas atividades das instituições financeiras, como corretagem e pesquisa, administração de recursos de terceiros, *underwriting*, tesouraria, recursos proprietários etc. 5. Atrair a confiança do público investidor no mercado de capitais, propiciando uma relação direta entre risco e retorno, e que as informações relevantes sejam noticiadas a todos os investidores ao mesmo tempo. 6. Evitar a concentração de poder econômico, propondo um mercado pulverizado e com ampla liquidez. 7. Instituir e executar uma política fiscal que incentive o mercado, notadamente nos países onde ainda se encontre em estágio de desenvolvimento.

Relativamente à oferta de informações para os investidores, de forma a permitir uma otimização ou eficiência na formação de preços, merece destaque a *regulação informacional* (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 450), que seria aquela responsável por garantir o máximo de informações aos investidores, em quantidade e qualidade suficientes para que ele tome decisões racionais e monitore o risco de seus investimentos.

Em que pese o ambiente de risco inerente ao mercado de capitais, a proteção dos investidores ganha relevo, sobretudo em ambientes de informações assimétricas, onde o risco do investidor ultrapassa a álea do razoável. Em tais casos, a regulação do mercado de capitais é medida premente para a redução dos riscos dos investidores, seja através de regras que obriguem às companhias a divulgar informações relevantes (em atendimento ao princípio do *disclosure*), seja através da criação de normas que vedem utilização de informações privilegiadas (e puna quem fizer uso delas), dentre outras. Sobre o tema, afirmam Eizirik, Gaal, Henriques e Parente (2008, p. 19-20):

> A proteção dos investidores é basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Com relação aos emissores, as normas visam especialmente a exigir a prestação plena e acurada das informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados e coibir os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Já com relação aos intermediários financeiros, objetivam as normas, principalmente: coibir práticas de manipulação do mercado; eliminar conflitos de interesse; impedir a discriminação entre seus clientes; e promover tratamento adequado às necessidades financeiras dos clientes.

Sob outra perspectiva, é através de informações confiáveis, divulgadas em um ambiente de transparência garantido pela regulação, que os investidores estarão aptos a tomar decisões mais racionais do ponto de vista econômico e otimizar seus investimentos. Proença afirma que (2005, p. 134):

> A relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se, portanto, no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento.

Um dos principais problemas que a regulação do mercado de capitais deve coibir é a prática do *insider trading*, que corresponde à situações onde determinado agente, seja por possuir uma posição privilegiada na companhia (diretor ou administrador contratado pelos acionistas, numa típica relação de *principal-agent*), ou porque obteve, através de terceiros, informações privilegiadas sobre determinado fato relacionado aos negócios da companhia, faz uso de tais informações em seu próprio interesse (ou de terceiros) e contrariamente aos interesses da companhia e de seus investidores. De posse de tais informações, esse agente utiliza-as em seu próprio proveito, por exemplo, adquirindo ações da companhia (caso as informações obtidas resultem numa potencial elevação do preço das ações) ou vendendo ações (na hipótese de as informações que possuam permitam inferir que haverá uma queda no valor das ações, de maneira similar ao caso da OGX e da suposta conduta de *insider trading* praticada pelo empresário Eike Batista, conforme apresentado na introdução da obra). Situações como essa são típicos exemplos de *insider trading*.

Em outros termos, o *insider trading* representa situações onde um agente, detentor de informações confidenciais e que ainda não são do conhecimento do mercado, vale-se de tais informações, realizando transações em seu favor. Há, por parte do *insider*, o aproveitamento da informação privilegiada em seu próprio benefício, mas em prejuízo à companhia e aos demais investidores (PROENÇA, 2005, p. 41-42). Acerca do *insider trading*, afirma Eizirik, Gaal, Henriques e Parente (2008, p. 537):

> O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão "por dentro" dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.

Por óbvio que não será qualquer informação relevante que deve ser entendida como privilegiada, mas somente aquelas que atendam determinados requisitos ou condições, a exemplo de: possuir um razoável grau de precisão ou exatidão, restando excluídas informações baseadas em meros rumores ou suposições; dispor de caráter confidencial, ou seja, a informação ainda não foi divulgada para o público em geral; sua divulgação, caso ocorra, resultará em um efeito imediato no preço dos valores mobiliários (característica denominada como *price sensitive*); estar relacionada ao mercado de capitais, aos seus emissores e investidores (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 537).

O *insider trading* representa, portanto, o resultado de assimetrias informacionais, onde o *insider*, em razão das informações privilegiadas que possui, atua em benefício próprio, prejudicando os demais agentes envolvidos (empresas e investidores). Em verdade, o *insider trading* somente é possível quando há desequilíbrio informacional; a situação contrária – um ambiente de simetria de informações, conforme o modelo apresentado pela Hipótese dos Mercados Eficientes –, práticas de *insider trading* seriam impossíveis de ocorrer. Sobre o tema, afirma Girão (2012, p. 32):

> [...] só existe a utilização de informação privada para expropriação dos agentes que detêm menos informações porque existe assimetria informacional. Se a assimetria informacional é o fenômeno decorrente de problemas na distribuição de informações, de modo que alguns agentes do mercado têm mais informações (qualitativa e quantitativamente) que outros agentes, os dois conceitos (*insider trading* e assimetria informacional) estão intimamente relacionados e podem ser tratados de forma unívoca.

Por tratar-se de conduta contrária à eficiência do mercado, a regulação representa instrumento hábil para a correção do desequilíbrio informacional, minimizando ou evitando a prática do *insider trading* e os prejuízos dele advindos (PROENÇA, 2005, p. 136). Mediante as práticas de divulgação de informações, conforme parâmetros regulatórios previamente definidos, busca-se manter níveis ótimos de transparência das

informações relacionadas aos fatos relevantes das companhias, ao mesmo tempo em que condiciona os agentes detentores de informações privilegiadas (potenciais *insiders*, portanto) a obrigação de informar ao mercado as operações que realizam (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 538)[17].

Ao lado das práticas de natureza preventiva que buscam coibir o *insider trading*, há também normas de caráter repressivo, com o escopo de punir o agente que faz uso indevido de informação privilegiada. Nesse sentido, a legislação brasileira considera a prática do *insider trading* tanto um ilícito administrativo, quando um ilícito penal.

No âmbito administrativo, o *insider* poderá ser responsabilizado em razão da infração ao dever de lealdade, conforme previsão contida no artigo 155 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976) , cujas sanções serão impostas pela CVM. As penalidades, nos termos do artigo 11 da Lei 6.385/1976, englobam: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades. Viviane Muller Prado e Renato Vivela, na pesquisa intitulada *Radiografia de insider trading na CVM*, destacam que entre os anos 2002 a 2013, dentre os 677 processos administrativos sancionadores julgados em rito ordinário pela autarquia, apenas 34 processos casos envolviam casos *insider trading* (PRADO; VILELA, [2014?]).

Já no âmbito penal, haverá a responsabilização do *insider* pelo crime de uso indevido de informação privilegiada, nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, com previsão de pena de reclusão, de 1 a 5 anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (BRASIL, 1976).

---

17 As normas de caráter regulatório que buscam prevenir a prática do *insider trading*, conforme adotadas na legislação brasileira, serão discutidas no capítulo seguinte.

4 O REGIME DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS E SEUS EFEITOS NA INDÚSTRIA DO PETROLEO E GÁS NATURAL

Por todo o apresentado até o momento, resta claro que a informação é elemento essencial ao mercado de capitais. A sua boa ou má utilização, a forma como se dá a regulação da informação, repercutem diretamente na eficiência do mercado, na formação dos preços dos valores mobiliários, na segurança dos investidores e na estabilidade das empresas. Neste capítulo, será dada ênfase à regulação da informação do mercado de capitais em espécie, com destaque nas normas relativas ao regime de divulgação de informação existente na legislação brasileira (em especial, a Instrução CVM nº 358/2002) e o papel da Comissão de Valores Mobiliários em tal cenário.

Devido à importância do conceito de *fato relevante* para o trabalho, inicialmente será traçado todo o regramento jurídico acerca do tema, partindo das normas elaboradas pela Comissão de Valores Mobiliários, passando pelos conceitos apresentados pela Lei das S.A. e pela Lei do Mercado de Valores Mobiliários, assim como discutindo, do ponto de vista conceitual e econômico, a importância do fato relevante para o mercado de capitais. Em tópico seguinte será discutido como o fato relevante atua na indústria do petróleo e gás e, a partir desse ponto, se é possível encontrar algum mecanismo que torne mais eficiente a divulgação do fato relevante pela indústria petrolífera.

4.1 O regime jurídico do fato relevante e o dever de informar

No que diz respeito à regulação da informação, a discussão relativa ao denominado *fato relevante* é de significativa importância para o mercado de capitais, e possui importantes reflexões quando enxergado sob a óptica da indústria do petróleo. É no contexto do fato relevante que se desdobrarão tanto a discussão da necessidade de um tratamento diferenciado para o instituto no âmbito da indústria do petróleo e gás natural, quanto da possível criação de um modelo de cooperação entre os agentes reguladores do mercado de capitais de do setor petrolífero. Mas o que é *fato relevante*?

Com base na definição legal proposta pela Comissão de Valores Mobiliários, determinada pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, consideram-se relevantes quaisquer atos, ações, obras ou decisões do acionista controlador da companhia, sua Assembleia Geral ou órgão administrativo, bem como quaisquer outros atos ou fatos de conteúdo técnico, econômico, financeiro, administrativo ou negocial, ocorridos ou que possuam relação com a companhia, e que possam repercutir consideravelmente na cotação dos valores mobiliários e nas decisões dos investidores (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002).

Do ponto de vista legal, atualmente a conceituação trazida pela Instrução CVM nº 358/2002 é a mais completa acerca do fato relevante[18]. De alcance amplo e com elevada carga de abstração, a ideia por trás do fato relevante é a de qualquer informação, seja ela de caráter negocial, técnico ou econômico-financeiro, que possa repercutir nas relações e decisões dos investidores e nas cotações dos valores mobiliários de uma companhia.

A título ilustrativo, fatos acerca de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia ou empresas a ela ligadas; lucro ou prejuízo da companhia; descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da sociedade anônima, todas são informações relevantes que repercutem nos valores mobiliários de uma empresa e necessitam de divulgação regular, conforme disposições da CVM.

A questão do fato relevante está relacionada com o regramento dado ao gerenciamento das informações que repercutem (ou possam repercutir) no mercado de valores mobiliários. Com isso chega-se ao outro tópico significativo do tema: não basta definir o que seja uma informação relevante, mas também o que se deve fazer com ela.

Os objetivos da regulação da informação (ou seja, o que se fazer com uma informação dita relevante para a empresa, para seus acionistas e investidores) advêm da própria Lei das S.A., que em seu artigo 157 prescreve o *dever de informar*, obrigatório para os administradores da companhia (que compõem o Conselho de Administração). Dessa maneira, é de caráter obrigatório a comunicação à Comissão de Valores Mobiliários, à bolsa de valores, e à imprensa de fatos considerados relevantes, a exemplo daqueles que possam influenciar na cotação dos valores mobiliários ou nas decisões dos investidores (BRASIL, 1976). O artigo 157, da Lei das S.A., serviu de substrato para a criação da Instrução CVM nº

---

18 A Instrução CVM nº 358/2002 será apresentada na íntegra como anexo, ao final do trabalho.

358/2002, mencionada anteriormente, que apenas regulamentou e delimitou o regramento básico para o regime de divulgação de informações para o mercado.

Com relação à atuação da CVM, tanto no que diz respeito à fiscalização das informações, quanto na edição das normas regulamentadoras sobre o assunto, diversos enunciados já eram previstos na Lei do Mercado de Valores Mobiliários, em particular atribuindo à agência a proteção dos investidores contra o uso de informação privilegiada, garantir a amplitude na divulgação de informações e a fiscalização das informações divulgadas pelas companhias (BRASIL, 1976).

Tanto o fato relevante quanto o dever de informação encontram sua origem no princípio do *full disclosure* do direito norte-americano, que pode ser traduzido como o princípio da transparência de informações relacionadas às companhias que ofertam publicamente valores mobiliários, conceito criado em 1934, à época da criação da *Securities and Exchange Comissions* (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 465). Tal princípio tem por fundamento o direito dos investidores de serem providos de informações relativas às companhias em que investem, de maneira a fornecer condições para que possam ponderar acerca dos benefícios de rentabilidade (ou não) de seus títulos. O fato relevante, especificamente, possui seu cerne no *material fact*, previsto em normas editadas pela *SEC* (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 466).

Retoma-se aqui a afirmação feita anteriormente acerca do grau de generalidade existente no fato relevante. Conforme se depreende da leitura da Instrução CVM nº 358/2002, devido à flexibilidade da norma sobre o que é ou não relevante, a própria Instrução apresenta, em seu artigo 2º, parágrafo único, um rol exemplificativo sobre possíveis fatos que devem obedecer às diretrizes legais para a sua divulgação[19].

Ainda sobre o dever de informar, a Lei 6.404/1976, em seu artigo 157, refere-se ao administrador da companhia como figura responsável tanto por afirmar o que é ou não relevante, quanto como aquele

19 Cf. Instrução CVM nº 358/2002, em anexo.

incumbido de obedecer ao dever de informar. No entanto a Instrução CVM nº 358/2002 foi além, determinando, em seu artigo 3º, que o agente responsável por prestar informações à CVM e ao mercado como um todo (bolsa de valores e imprensa) é o Diretor de Relações com Investidores[20]. Ainda, "os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002) que porventura tomem conhecimento de alguma informação considerada relevante deverão comunicar ao Diretor de Relações com Investidores, que possuirá, ao final, a decisão acerca da divulgação ou não da informação.

Cabe mencionar que o artigo 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, traz importante função fiscalizadora do Diretor de Relações com Investidores, posto que, na hipótese de haver agitação anormal no mercado, relacionada ao preço ou cotação de determinados valores mobiliários relacionados à companhia, o Diretor de Relações com Investidores deve investigar junto a possíveis pessoas que possuam acesso à informações privilegiadas, para saber se tais informações demandam divulgação para o mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002).

Não obstante o poder-dever do Diretor de Relações com Investidores de definir e divulgar uma informação tida como relevante, tal atribuição não está livre de fiscalização. Com isso, retoma-se o papel da CVM como agente regulador do mercado de capitais, conforme mencionado anteriormente, com base na Lei nº 6.385/1976. A CVM atua como a última instância administrativa para determinar a relevância ou não de um fato, assim como a necessidade de sua divulgação. O artigo 3º, parágrafo 5º, da Instrução CVM nº 358/2002, confere à agência reguladora a prerrogativa de obrigar tanto a publicação, quanto a correção,

---

20 Apesar de transparecer a ideia de um único agente incumbido de averiguar a relevância de uma informação, o chamado Diretor de Relações com Investidores é, na verdade, apenas uma figura exemplificativa. Melhor seria dizer "Direção de Relações com Investidores", tendo em vista a gama de agentes envolvidos no campo das relações institucionais com os investidores.

complementação ou republicação de fato relevante (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002). Desta maneira, é a Comissão de Valores Mobiliários o órgão máximo responsável por fiscalizar e zelar as informações que possam repercutir no mercado. Busca-se, com isso, proteger tanto o interesse dos investidores, como os da companhia.

4.2 O procedimento de divulgação da informação no mercado de capitais

O procedimento adotado para a divulgação de informação das companhias com valores negociados em bolsa, que se baseia nos artigos 3º e 5º, da Instrução CVM nº 358/2002, obedece a seguinte sistemática: na hipótese de o Diretor de Relações com Investidores constatar algum fato relevante relacionado aos negócios da companhia, deverá comunicar à CVM e, se for o caso à bolsa de valores e mercado de balcão organizado onde a companhia possui valores mobiliários negociados; o Diretor de Relações com os Investidores deverá comunicar simultaneamente ao mercado fato relevante a ser divulgado por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, além de outros interessados, seja no país ou no exterior; tal divulgação deverá ser realizada em jornais de grande circulação, podendo ser de forma resumida, com referência a endereços na Internet, onde deverá ser possível consultar o conteúdo da informação, em teor, no mínimo, igual ao que foi divulgado à CVM e, se for o caso à bolsa de valores e mercado de balcão organizado onde a companhia possui valores mobiliários negociados[21].

Ainda sobre o modo como se opera a divulgação de fato relevante, algumas observações importantes: as informações prestadas à imprensa de forma resumida devem ser feitas de maneira clara e precisa,

21 Atualmente, as principais companhias de capital aberto que possuem valores mobiliários negociados em bolsa mantêm em seus endereços eletrônicos links específicos para tratar das Relações com Investidores, onde normalmente se dá a comunicação de fatos relevantes.

em linguagem acessível ao público investidor; conforme anteriormente mencionado, a CVM poderá determinar correção, aditamento ou republicação de informação sobre fato relevante; por fim, a comunicação do fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o término dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados.

De importante conteúdo para o mercado, o artigo 6º, da Instrução CVM nº 358/2002, destaca a hipótese de exceção à imediata divulgação de informação relevante. Acaso os acionistas controladores ou administradores entendam que determinada informação, sendo divulgada, afetará "interesse legítimo da companhia", tal informação poderá ser omitida (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002).

Dessa maneira, é possível que as companhias omitam a divulgação de informação relevante, na hipótese da divulgação colocar em risco interesse legítimo da companhia. A questão é definir o que seria "interesse legítimo da companhia", em especial devido ao fato da norma não apontar nenhuma diretriz para tal definição. Sob tal aspecto, a análise do caso concreto é que irá apontar um possível caminho a ser seguido nessa situação.

Com relação ao comentário anterior, cabe aqui uma ressalva: é sabido que a PETROBRAS, como sociedade de economia mista, tem a União como acionista majoritária. Tendo sido atribuída ao petróleo a característica de recurso natural estratégico, fica claro o interesse nacional envolvido no gerenciamento de suas reservas. Justamente devido à associação existente entre a PETROBRAS e o Estado brasileiro, observa-se uma relação entre o "interesse legítimo da companhia", que permite a não divulgação de uma informação relevante, e o interesse nacional contido em tal informação, em última análise, interesse nacional que será definido pelo próprio governo. Em uma época de novas descobertas, onde a questão da camada pré-sal possui destaque tanto na mídia quanto nos interesses políticos e econômicos do país, tal relação passa a ter maior relevo. Vale mencionar a importância de discutir a questão

no que diz respeito à parcela de investidores que poderiam estar sendo prejudicados devido a uma possível falta de acesso à informação sobre os negócios da PETROBRAS. Deve-se, então, pensar em alternativas que garantam um mínimo de confiabilidade e segurança para tais investidores.

4.3 Dever de informar, proteção do investidor e eficiência do mercado

Vencidas as premissas básicas, chegamos agora a, provavelmente, o mais importante questionamento acerca do fato relevante: informar por quê e para quê?

Como primeira justificativa, tem-se o direito subjetivo dos investidores e acionistas em geral de estarem informados do que ocorre na companhia onde aplicam seu capital. Tendo em vista o impacto que uma informação pode causar no mercado, nada mais justo que todos os agentes envolvidos sejam esclarecidos da melhor e mais transparente forma possível, para que se preserve certa paridade no conhecimento de informações e, com isso, reduzir as assimetrias informacionais. Daí a necessidade de um regramento na divulgação do fato relevante, para que não haja abusos ou uso de informações privilegiadas. Assim, de posse de uma informação divulgada de maneira correta, com base em nos parâmetros legais, o investidor decidirá o que fazer com a sua parcela de participação na companhia.

Por outro lado, é do próprio interesse da empresa que a divulgação de informação relevante se dê de forma organizada e regular, tendo em vista que o vazamento de uma informação privilegiada, ou o uso abusivo por outrem, podem resultar em prejuízos para a companhia e para os investidores.

Indo além, a repercussão de uma informação divulgada de maneira irregular pode afetar direta e indiretamente a economia e o mercado como um todo. Um exemplo poderá ilustrar a afirmação: imaginemos que uma informação errônea passe a ser do conhecimento de alguns investidores do mercado de capitais, acerca do descobrimento de uma

nova jazida petrolífera situada em área pertencente a uma companhia X. De posse de tal informação incorreta, tais investidores resolvem vender suas ações de outras empresas (não necessariamente petrolíferas), para investir na companhia X, visando um aumento no valor das ações em virtude da nova descoberta. Tal procedimento poderá ocasionar uma desvalorização das ações vendidas das outras empresas, causando-lhes prejuízo (com um grande volume de oferta, a tendência natural e as regras do mercado impõem que haja uma redução do valor).

Aqui é possível observar uma série de efeitos reflexos. Primeiro o fato de haver a divulgação de informação sem obedecer ao que prescreve as normas legais e infralegais; segundo, a questão de tal informação ser errônea; em seguida, o uso por terceiros dessa informação privilegiada; por fim, o resultado de como tal informação e a cadeia de eventos que ela ocasiona influenciam o mercado e a economia, em especial com relação aos prejuízos que ela pode causar.

Retomando as premissas básicas do mercado de capitais, temos que as empresas lançam valores mobiliários no mercado como forma de se capitalizarem. Os investidores compram os valores, objetivando lucro e eventual participação nas decisões das companhias. Capitalizadas, as empresas podem desenvolver seus projetos, refletindo na economia do país (geração de emprego e renda, arrecadação fiscal, desenvolvimento tecnológico etc.). Todo esse ciclo pode ser consideravelmente atingido apenas com a má regulação da informação, tendo em vista que ela é uma das mais importantes ferramentas do investidor no procedimento de tomada de decisões no mercado de capitais.

A segurança jurídica apresenta-se como outro fundamento a justificar a regulação da informação no mercado de capitais. Imaginemos a quantidade de investidores, nacionais e estrangeiros, que ao optarem por investir no mercado de capitais brasileiro esperam que as regras relativas à proteção e divulgação da informação estejam sendo aplicadas de maneira correta, para que tais investidores possam ter um mínimo de previsibilidade e escolhas razoáveis para aplicar seus recursos no mercado de valores mobiliários. Com a regulação das informações

disponíveis para o mercado, e partindo da premissa de que tais informações serão fornecidas em qualidade e quantidade condizente com o regramento legal, tem-se que o aumento na divulgação de tais informações ocasiona um processo de formação de preços mais eficiente, assim como na racionalização das decisões dos investidores em negociar seus valores mobiliários, resultando em ganhos para a economia (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 20). Os professores Frank Easterbrook e Daniel R. Fischell (1984, p. 669-715), em estudo relacionado à divulgação da informação e a proteção dos investidores, afirmam:

> *Accurate information is necessary to ensure that money moves to those who can use it most effectively and that investors make optimal choices about the contents of their portfolios. A world with fraud, or without adequate truthful information, is a world with too little investment, and in the wrong things to boot.*[22]

A justificativa econômica para a regulação da informação está relacionada ao funcionamento eficiente do mercado de capitais, com base em fatos fidedignos e comprovados que possibilitem ao investidor tomar decisões racionais com relação às suas negociações. E é a partir de tal consideração que se passa a enxergar a indústria do petróleo e gás como um segmento onde as informações, devido ao seu caráter técnico e também dos sujeitos envolvido (empresas petrolíferas e um órgão regulador específico), necessitam de uma regulação diferenciada.

22 Em tradução livre: “Informações precisas são necessárias para garantir que o capital se mova para àqueles que podem usá-lo mais eficazmente e para que os investidores façam as melhores escolhas acerca do conteúdo de suas carteiras de investimentos. Um mundo com fraude, ou sem informação verdadeiramente adequada é um mundo com pouquíssimo investimento, e em coisas erradas também.”

4.4 Discutindo um rol específico de fatos relevantes para a indústria do petróleo e gás natural

Diante do exposto, analisa-se agora a questão do fato relevante sob o prisma da indústria do petróleo e gás natural. Optou-se pela PETROBRAS como companhia que será utilizada para a análise dos fatos relevantes no setor petrolífero, em particular devido à organização de sua Diretoria de Relação com Investidores, cujo *site* mostra-se como excelente ferramenta de pesquisa[23].

Outra consideração a ser feita diz respeito à delimitação do conteúdo dos fatos relevantes objeto de estudo. Para a presente análise serão utilizadas como parâmetro as informações relevantes de cunho técnico na indústria petrolífera, a exemplo da descoberta de novas jazidas, a estimativa de do volume de óleo, a criação de uma nova refinaria etc. Tal delimitação justifica-se por dois motivos. Primeiro porque as informações de cunho empresarial e financeiro (aquisições de outras empresas, balanço patrimonial, emissão de títulos etc.) já são de conhecimento habitual no seio do mercado de capitais, sendo amplamente divulgadas. Segundo devido à representatividade das informações de caráter técnico que são divulgadas para o mercado.

Com base nas informações prestadas pela PETROBRAS em seu Relacionamento com Investidores, no ano de 2010, das 164 comunicações apresentadas, 95 correspondiam à informações de conteúdo técnico relativo à indústria do petróleo[24]. Junta-se a isso o impacto que as notícias relativas a informações técnicas causam no mercado de capitais. Cabe registrar que uma das maiores altas no valor das ações da PETROBRAS nos últimos 10 anos deu-se devido à divulgação da descoberta da camada pré-sal, em meados do ano de 2008.

---

23 Para mais informações, cf.: www.investidorpetrobras.com.br.

24 Dados elaborados com base nas informações encontradas no link: https://www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-e-comunicados/comunicados-ao-mercado. Acesso em: 10 fev. 2020.

Ilustrativamente, valendo-se novamente das informações comunicadas aos investidores pela PETROBRAS por intermédio de seu "Relacionamento com os Investidores", no ano de 2010, as informações de cunho técnico abarcaram tópicos como: pré-sal, reservas, blocos exploratórios, campos de produção, jazidas, reservatório, barris de óleo, bacias, águas profundas, exploração e produção, distribuição e revenda de combustíveis, biocombustíveis, etanol, refino e refinarias, gasolina, diesel, entre outros[25]. Tais termos foram divulgados reiteradas vezes, a depender das circunstâncias do caso.

A questão passa a ser definir um rol de fatos relevantes relacionados às informações específicas relativas à indústria petrolífera. Tal rol teria caráter exemplificativo, servindo para instruir os investidores que não possuem conhecimentos técnicos sobre o setor petrolífero. Apesar de tal rol não ser exaustivo, os dispositivos listados deveriam ser de divulgação obrigatória. Devido ao poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários para elaborar normas regulatórias para o mercado de capitais, a agência reguladora ficaria incumbida da elaboração de tal rol. Como possível parâmetro, apresentaremos, abaixo, quais tópicos deveriam ser definidos como de divulgação obrigatória.

A Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997 (Lei do Petróleo), em seu artigo 6º, estabelece uma lista de conceitos e definições de cunho técnico relativos à indústria petrolífera, de caráter bastante didático. É a partir das informações previstas no artigo 6º (complementados por outros conceitos técnicos que julgamentos pertinentes) que elaboramos o modelo de norma de divulgação de fatos relevantes para a indústria do petróleo, abaixo transcrito:

25 Informações disponíveis em: https://www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-e-comunicados/comunicados-ao-mercado. Acesso em: 10 fev. 2020.

INSTRUÇÃO NORMATIVA CONJUNTA CVM/ANP Nº 001

Art. 1º A presente Instrução Normativa regula o regime de divulgação de informações para o mercado relacionadas às atividades desenvolvidas pelas sociedades anônimas de capital aberto que operam na indústria do petróleo, gás natural e biocombustíveis, e que possuem valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Art. 2º Para os fins da presente Instrução Normativa, e conforme o procedimento previsto na Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, serão de divulgação obrigatória pelas companhias referidas no artigo anterior a divulgação de qualquer informação relevante para a indústria do petróleo, gás natural e biocombustíveis, com especial atenção aos seguintes temas e conceitos:

I – Petróleo: todo e qualquer hidrocarboneto líquido em seu estado natural, a exemplo do óleo cru e condensado;

II – Gás Natural ou Gás: todo hidrocarboneto que permaneça em estado gasoso nas condições atmosféricas normais, extraído diretamente a partir de reservatórios petrolíferos ou gaseíferos, incluindo gases úmidos, secos, residuais e gases raros;

III – Derivados de Petróleo: produtos decorrentes da transformação do petróleo;

IV – Derivados Básicos: principais derivados de petróleo, referidos no art. 177 da Constituição Federal, a serem classificados pela Agência Nacional do Petróleo;

V – Refino ou Refinação: conjunto de processos destinados a transformar o petróleo em derivados de petróleo;

VI – Tratamento ou Processamento de Gás Natural: conjunto de operações destinadas a permitir o seu transporte, distribuição e utilização;

VII – Transporte: movimentação de petróleo e seus derivados ou gás natural em meio ou percurso considerado de interesse geral;

VIII – Transferência: movimentação de petróleo, derivados ou gás natural em meio ou percurso considerado de interesse específico e exclusivo do proprietário ou explorador das facilidades;

IX – Bacia Sedimentar: depressão da crosta terrestre onde se acumulam rochas sedimentares que podem ser portadoras de petróleo ou gás, associados ou não;

X – Reservatório ou Depósito: configuração geológica dotada de propriedades específicas, armazenadora de petróleo ou gás, associados ou não;

XI – Jazida: reservatório ou depósito já identificado e possível de ser posto em produção;

XII – Prospecto: feição geológica mapeada como resultado de estudos geofísicos e de interpretação geológica, que justificam a perfuração de poços exploratórios para a localização de petróleo ou gás natural;

XIII – Bloco: parte de uma bacia sedimentar, formada por um prisma vertical de profundidade indeterminada, com superfície poligonal definida pelas coordenadas geográficas de seus vértices, onde são desenvolvidas atividades de exploração ou produção de petróleo e gás natural;

XIV – Campo de Petróleo ou de Gás Natural: área produtora de petróleo ou gás natural, a partir de um reservatório contínuo ou de mais de um reservatório, a profundidades variáveis, abrangendo instalações e equipamentos destinados à produção;

XV – Pesquisa ou Exploração: conjunto de operações ou atividades destinadas a avaliar áreas, objetivando a descoberta e a identificação de jazidas de petróleo ou gás natural;

XVI – Lavra ou Produção: conjunto de operações coordenadas de extração de petróleo ou gás natural de uma jazida e de preparo para sua movimentação;

XVII – Desenvolvimento: conjunto de operações e investimentos destinados a viabilizar as atividades de produção de um campo de petróleo ou gás;

XVIII – Descoberta Comercial: descoberta de petróleo ou gás natural em condições que, a preços de mercado, tornem possível o retorno dos investimentos no desenvolvimento e na produção;

XIX – Indústria do Petróleo: conjunto de atividades econômicas relacionadas com a exploração, desenvolvimento, produção, refino, processamento, transporte, importação e exportação de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos e seus derivados;

XX – Distribuição: atividade de comercialização por atacado com a rede varejista ou com grandes consumidores de combustíveis, lubrificantes, asfaltos e gás liquefeito envasado, exercida por empresas especializadas, na forma das leis e regulamentos aplicáveis;

XXI – Revenda: atividade de venda a varejo de combustíveis, lubrificantes e gás liquefeito envasado, exercida por postos de serviços ou revendedores, na forma das leis e regulamentos aplicáveis;

XXII – Distribuição de Gás Canalizado: serviços locais de comercialização de gás canalizado, junto aos usuários finais, explorados com exclusividade pelos Estados, diretamente ou mediante concessão, nos termos do § 2º do art. 25 da Constituição Federal;

XXIII – Estocagem de Gás Natural: armazenamento de gás natural em reservatórios próprios, formações naturais ou artificiais;

XXIV – Biocombustível: combustível derivado de biomassa renovável para uso em motores a combustão interna ou, conforme regulamento, para outro tipo de geração de energia, que possa substituir parcial ou totalmente combustíveis de origem fóssil;

XXV – Biodiesel: biocombustível derivado de biomassa renovável para uso em motores a combustão interna com ignição por compressão ou, conforme regulamento, para geração de outro tipo de energia, que possa substituir parcial ou totalmente combustíveis de origem fóssil;

XXVI – Indústria Petroquímica de Primeira e Segunda Geração: conjunto de indústrias que fornecem produtos petroquímicos básicos, a exemplo do eteno, do propeno e de resinas termoplásticas;

XXVII – cadeia produtiva do petróleo: sistema de produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos e seus derivados, incluindo a distribuição, a revenda e a estocagem, bem como o seu consumo;

XXVIII – Indústria de Biocombustível: conjunto de atividades econômicas relacionadas com produção, importação, exportação, transferência, transporte, armazenagem, comercialização, distribuição, avaliação de conformidade e certificação de qualidade de biocombustíveis;

XXIX – Produção de Biocombustível: conjunto de operações industriais para a transformação de biomassa renovável, de origem vegetal ou animal, em combustível;

XXX – Etanol: biocombustível líquido derivado de biomassa renovável, que tem como principal componente o álcool etílico, que pode ser utilizado, diretamente ou mediante alterações, em motores a combustão interna com ignição por centelha, em outras formas de geração de energia ou em indústria petroquímica, podendo ser obtido por rotas tecnológicas distintas, conforme especificado em regulamento;

XXXI – Bioquerosene de Aviação: substância derivada de biomassa renovável que pode ser usada em turborreatores e turbopropulsores aeronáuticos ou, conforme regulamento, em outro tipo de aplicação que possa substituir parcial ou totalmente combustível de origem fóssil;

XXXII – Contratos de concessão de exploração e produção de petróleo e gás natural;

XXXIII – Contratos de partilha de produção;

XXXIV – *Joint Ventures* ou consórcios de empresas na indústria do petróleo e gás natural;

XXXV – *Joint Operating Agreements*;

XXXVI – Unitização ou Individualização da produção de petróleo;

XXXVII – Informações relativas à pesquisa, exploração, produção ou otra qualquer outro fato relevante, relativos à camada pré-sal.

XXXVIII – *Royaltes*, participações especiais e bônus de assinatura.

§ 1º Em conjunto com o fato relevante a ser divulgado, serão prestadas informações de caráter técnico, com conteúdo didático-explicativo, de forma a subsidiar e complementar a compreensão dos investidores

§ 2º Em caso de dúvida por parte da sociedade anônima acerca da obrigatoriedade da divulgação da informação, caberá a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – julgar a relevância da informação ou fato relativo à indústria do petróleo, gás natural e biocombustíveis, para posterior divulgação no mercado.

§ 3º Para a atribuição definida no parágrafo anterior, a Comissão de Valores Mobiliários poderá contar com o auxílio da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP. A opinião da ANP não terá conteúdo vinculante, cabendo à CVM a decisão final acerca de divulgação da informação."

Ressalta-se que o modelo em questão é apenas o esboço de uma potencial norma de divulgação informações para o mercado. Com a normatização de conceitos como os apresentados acima, há significativo ganho de segurança e eficiência do mercado, onde os investidores possuiriam um mínimo de previsibilidade acerca das informações prestadas, bem como estariam munidos de conhecimentos técnicos básicos acerca de tão particular setor econômico. Ao mesmo tempo, proporcionaria às companhias normas norteadores para a comunicação de fatos relevantes, facilitando o processo de divulgação.

5 COOPERAÇÃO ENTRE OS ÓRGÃOS AUTÁRQUICOS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS E NA INDÚSTRIA DO PETRÓLEO E GÁS NATURAL[26]

26 À época em que este trabalho foi originalmente escrito (idos de 2010), a CVM possuía poucos convênios/instrumentos de cooperação celebrados com órgãos reguladores (como a ANATEL, a ANEEL e o CADE). Conforme será possível examinar nos itens subsequentes (em especial, nos itens 5.2 e 5.3), desenvolvemos uma proposta de convênio entre a CVM e a ANP que tivesse como propósito reduzir as assimetrias informacionais entre ambos os entes reguladores e otimizar a regulação dos respectivos mercados. Para nossa surpresa, já em 2016, a CVM e a ANP celebraram tal convênio (http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/ANP.pdf), o qual, em essência, possui elementos e cláusulas análogas às por nós propostas. Decidimos, no entanto, manter a estrutura original deste capítulo, em referência às inovações e proposições que foram feitas quando da sua primeira redação.

Em 10 de março de 2010 foi divulgada pela PETROBRAS (2010) uma peculiar notícia relacionada à descoberta de óleo na camada pré-sal da Bacia de Santos. Vejamos:

> Esclarecimento sobre indícios de hidrocarbonetos no BM-S-9
>
> Rio de Janeiro, 10 de março de 2010 – Petróleo Brasileiro S.A.–Petrobras, em resposta ao Ofício CVM GEA-2/ Nº 120/2010, sobre notícia divulgada ontem sob o título 'Petrobras informa nova descoberta no pré-sal da Bacia de Santos' esclarece que comunicou à Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) a presença de hidrocarbonetos encontrada no poço 3-SPS-69 (3-BRSA-788-SPS), no bloco BM-S-9, ao norte do Plano de Avaliação de Guará, na Bacia de Santos.
>
> A Companhia esclarece que os contratos de concessão de blocos exploratórios firmados com a ANP determinam que qualquer indício de petróleo, gás natural ou outros hidrocarbonetos, dentro da área de concessão, seja notificado à ANP, em caráter exclusivo e por escrito, através do operador. Essa exigência consta dos contratos-padrão da agência reguladora e é obrigação para todas as empresas concessionárias que operam no Brasil.
>
> Neste contexto, o consórcio formado pela Petrobras (45%–Operadora), a britânica BG (30%) e a espanhola Repsol (25%) notificou a ANP no dia 09 de março, a presença de hidrocarbonetos. A notificação trata-se apenas de um procedimento normativo estabelecido pela ANP.
>
> A notificação em questão não contem conteúdo representativo de descoberta. A informação de que foi encontrado indício de hidrocarbonetos, tomada isoladamente, não tem valor significativo para os negócios da Companhia, em função da imprecisão sobre os resultados, ainda pendentes de serem alcançados e, por isso, não gera impacto sobre

> as negociações com valores mobiliários da Petrobras. Por conseqüência, não demanda divulgação por Comunicado ao Mercado ou Fato Relevante.
> Embora seja um dado positivo, não é conclusivo. A empresa continua o trabalho exploratório, avaliando o poço com a sonda West Polaris para coletar mais dados e evidências. A informação será conclusiva quando associado com novos estudos e dados coletados durante os testes e, neste caso, serão amplamente divulgados pela Companhia, à Comissão de Valores Mobiliários, aos órgãos reguladores e aos demais públicos de interesse."[27]

Na notícia transcrita é possível observar a problemática existente com relação à qual órgão regulador deve-se prestar as informações, se à ANP ou se à CVM. A empresa posiciona-se no sentido de estar obrigada a prestar informações primeiramente à Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, colocando em segundo plano o dever de comunicar à Comissão de Valores Mobiliários e ao mercado as novas descobertas de óleo na camada pré-sal, justificando que a informação ainda não é conclusiva e, portanto, prescinde de divulgação por fato relevante. Resta aí o conflito com relação à qual órgão regulador deve ser comunicada a informação relevante. Na nossa concepção, em que pese a particularidade do exemplo apresentado, o conflito existente, caso não resolvido, poderá resultar em significativos prejuízos para o mercado e para os investidores.

Como forma de resolver situações como a apontada acima, e fechando o ciclo relativo às problemáticas discutidas no presente trabalho, será proposto um regime de cooperação entre a Comissão de Valores Mobiliários e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. A premissa justificadora para tal modelo de cooperação é tornar mais eficiente e funcional o sistema de fiscalização e regulação do mercado de capitais, no que diz respeito às atividades da indústria do

---

27 Informação disponível em: https://www.investidorpetrobras.com.br/ptb/6530/c-6530-ptb.html. Acesso em: 10 fev. 2020.

petróleo e gás natural, garantindo uma maior proteção para os agentes que operam no mercado. Em particular, buscam-se mecanismos para a proteção do investidor de pequeno e médio porte, ou dos acionistas minoritários, que, justamente por não possuírem amplos conhecimentos sobre as particularidades do setor petrolífero (em razão das assimetrias de informação), colocam-se em uma posição inferior no processo de tomada de decisões, o que impacta diretamente o grau de confiabilidade de seus investimentos.

Ao mesmo tempo, destaca-se o princípio do interesse público como norteador das atribuições dos dois órgãos reguladores, a CVM e a ANP. O mercado de capitais, para além do caráter econômico-privado, constitui mecanismo fomentador do desenvolvimento econômico nacional. Sendo assim, é de se deduzir que o bom funcionamento do mercado, ou melhor, o funcionamento eficiente do mercado financeiro passa a ser de verdadeiro interesse público, daí a necessidade dos entes reguladores adotarem medidas, dentro de sua esfera de competências, para alcançar tal fim.

O presente tópico analisará o regime de informações adotado no âmbito da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, destacando as nuances que justificam uma política de cooperação no gerenciamento dessas informações, pautada em interesses públicos e econômicos; em seguida, serão propostas algumas considerações acerca dos convênios administrativos e discutida a política de convênios desenvolvida pela Comissão de Valores Mobiliários; ao final, será proposto um modelo de cooperação institucional entre a CVM e a ANP, como forma de garantir a proteção dos investidores e das companhias no âmbito da regulação e divulgação de informações no mercado de capitais.

5.1 A Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis e o regime de informações na indústria do petróleo e gás natural

A Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, enquanto ente regulador do setor petrolífero, está em contato direto com as

informações provenientes de tal atividade econômica, seja por ser algo inerente ao seu funcionamento, seja por conta de previsão legal. A Lei do Petróleo (Lei nº 9.478/1997), ao prever as atribuições legais da ANP, já destaca a responsabilidade da agência em gerenciar as informações provenientes da indústria do petróleo e gás natural (BRASIL, 1997).

Merece desataque o Decreto 2.455, de 14 de janeiro 1998, que implanta a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. Além de reiterar as atribuições legais da ANP no que diz respeito à fiscalização e gerenciamento das informações proveniente da indústria do petróleo, traz, em seu Anexo I, artigo 3º, uma série de princípios que devem nortear as atividades da agência reguladora, que, em certo aspecto, se relacionam com a segurança do mercado de petróleo e gás, merecendo destaque: a prevenção de conflitos entre os agentes econômicos, o Estado e o consumidor; regulação com base na transparência; e a criação de um ambiente favorável à incentivos para a indústria do petróleo e gás natural (BRASIL, 1998).

Apesar das atividades realizadas no âmbito do mercado de capitais não constituírem operações de caráter técnico, quando enxergado sob a óptica da indústria petrolífera – principal objeto de regulação da ANP –, representam relevante aspecto desse setor, merecendo atenção do órgão regulador. Já foi demonstrado em linhas anteriores que um mau gerenciamento de informações junto ao mercado pode repercutir significativamente nos negócios de uma companhia. Sendo a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis o ente fiscalizador do segmento de petróleo e gás, bem como detentora de praticamente todas as informações do setor, conforme disposição legal, espera-se que o tratamento dado a essas informações seja condizente com os princípios norteadores das políticas de divulgação de informação junto ao mercado.

Assim, as próprias normas que regem a ANP já destacam a responsabilidade do ente regulador de fiscalizar as informações provenientes da indústria do petróleo. Da mesma maneira, é do interesse da agência a proteção do mercado e da economia nacionais, tendo em vista que um abalo econômico no setor petrolífero ocasionaria prejuízos tanto para as

empresas que ali atuam e seus investidores, como também para a própria ANP e para o país. Daí a necessidade de se criar mecanismos de cooperação que visem a proteção das empresas, dos investidores e do mercado.

5.2 Convênios administrativos: considerações iniciais e adoção no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários

Partindo da lógica de que o nome jurídico não classifica a natureza jurídica do instituto, o termo *convênio administrativo* será aqui utilizado para especificar um instituto administrativo que sirva como instrumento de cooperação entre entes administrativos diversos, na busca de resultados ou consecução de interesses comuns. [28]. Além disso, a opção por tal nomenclatura também é a adotada pela CVM em acordos similares, conforme se verá a seguir.

Primeiro, cabe destacar que o referido instituto não possui legislação específica que o regulamente, sendo que o próprio acordo celebrado entre os entes administrativos servirá como instrumento normativo. No entanto, e com base no conteúdo do princípio da legalidade administrativa, onde somente é possibilitado à Administração Pública fazer aquilo que a lei permite, parte-se do pressuposto que a Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993 (Lei de Licitações e Contratos Administrativos), serve como marco legal para a regulação do convênio administrativo (BRASIL, 1993).

O convênio administrativo a ser celebrado entre a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis e a Comissão de Valores Mobiliários terá como objetivo o intercâmbio de informações

28 Dessa maneira, distanciamo-nos da ideia de convênio conforme prevista no artigo 241 da Constituição Federal: "Art. 241. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios disciplinarão por meio de lei os consórcios públicos e os convênios de cooperação entre os entes federados, autorizando a gestão associada de serviços públicos, bem como a transferência total ou parcial de encargos, serviços, pessoal e bens essenciais à continuidade dos serviços transferidos."

relativas às sociedades anônimas ligadas ao setor de petróleo e gás natural, funcionando como instrumento regulador e fiscalizador das operações de conteúdo econômico e financeiro das referidas sociedades.

Em pesquisa realizada junto ao *site* da CVM, foi possível constatar que a agência reguladora possui diversos convênios administrativos, firmados com diferentes órgãos públicos e privados[29]. Merece atenção os convênios firmados com a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), com a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), dois órgãos reguladores que possuem relevância capital para o mercado de capitais nacional. Os convênios pactuados entre estes órgãos e a Comissão de Valores Mobiliários visam justamente o intercâmbio de informações, com o escopo de fiscalização e regulação do mercado de energia elétrica e com o órgão regulador da defesa da concorrência no Brasil. E serão tais convênios que servirão de substrato para um possível modelo de cooperação institucional entre a CVM e a ANP.

Por fim, cabe destacar que, no caso da CVM, a possibilidade de celebração de convênios, tanto no âmbito nacional quanto internacional, é contemplada na Lei nº 6.385/1976, servindo como mais uma garantia legal para os órgãos reguladores quando na celebração de tal acordo (BRASIL, 1976).

5.3 Modelo de cooperação institucional entre a Comissão de Valores Mobiliários e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis

Para melhor elucidar como o modelo de cooperação funcionará, imaginemos o seguinte exemplo de como se dá o trânsito de informações na indústria do petróleo: i) inicialmente, uma empresa petrolífera descobre algum fato que possa se enquadrar como relevante, conforme já explicado (como a descoberta de petróleo em uma nova bacia); ii) em seguida,

29 Cf. Site: http://www.cvm.gov.br/convenios/index.html.

a empresa repassa tal informação à ANP, que, por ser o órgão regulador responsável por fiscalizar as atividades da indústria do petróleo, acaba por deter tal informação.

Agora, deparamo-nos com as seguintes hipóteses: a) a empresa petrolífera pode repassar tal informação para a CVM, para a bolsa e para seus acionistas, por meio da comunicação de fato relevante, onde a posterior comunicação de informação por parte da ANP não ocasionaria nenhum prejuízo ao mercado; b) a ANP poderia noticiar tal fato diretamente no mercado, sem o devido preparo e organização (informar primeiro à imprensa, e somente algumas horas depois informar à bolsa de valores, por exemplo), podendo ocasionar uma oscilação no mercado, resultando em prejuízos para as empresas e seus investidores, e, reflexamente, para a economia.

Com base no exemplo acima descrito, o modelo de cooperação funcionaria da seguinte maneira:

1) A companhia petrolífera, ao realizar uma nova descoberta considerada como fato relevante, teria o dever de comunicar tanto à ANP, quanto à CVM, à bolsa e seus investidores, conforme já prescreve a Lei das S.A. e a Instrução Normativa da CVM nº 358/2002;
2) Caso isso não ocorra e a empresa somente noticie a ANP, a agência se comprometeria a comunicar o fato para a CVM, averiguando se ela já possui tal informação, e na hipótese de a CVM não possuir a informação, estaria obrigada a apurar junto à empresa responsável se tal informação é autêntica. Somente após todos os órgãos estarem a par da informação é que lhes seria permitido noticiar o fato relevante junto à mídia, desde que, obviamente, o mercado estivesse devidamente protegido contra possíveis oscilações;
3) Se porventura houver a possibilidade de uma empresa, ao descobrir determinado fato, noticiar somente à CVM, ocorreria o contrário do sugerido acima, onde seria a CVM que entraria em contato com a ANP para averiguar se a agência está a par do fato relevante, e informando-a, caso a ANP não esteja devidamente informada, cabendo à ANP a obrigação de averiguar a veracidade e relevância de tal informação junto à empresa responsável.

Para que tal modelo funcione, seria necessária a criação de um termo de cooperação entre os entes reguladores. Tal termo de cooperação, no caso, o convênio administrativo descrito anteriormente, (que seria, então, entre a CVM e a ANP), depois de firmado, serviria como marco normativo para a regulação e intercâmbio de informações entre as agências.

No caso da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, recomenda-se a criação de um tópico ou cláusula específica sobre a existência do convênio administrativo nos editais de licitações e nos possíveis contratos a serem firmados juntos com as empresas interessadas, de maneira a informar às companhias que atuam no mercado petrolífero a quais órgãos elas estão obrigadas a divulgar informações relevantes.

Para a CVM, a adoção de tal medida seria extremamente benéfica, tendo em vista as suas atribuições legais em proteger o mercado e os que ali operam. Para a ANP, seria mais um mecanismo de obtenção de informação. E para os investidores, mais uma garantia de segurança na dinâmica de divulgação informações que existe no mercado de ações.

Destacam-se agora – e tendo por base os diferentes convênios firmados entre e a CVM e órgãos reguladores como a ANATEL, a ANEEL e o CADE[30] – as principais cláusulas que deveriam ser contempladas num possível convênio administrativo firmado entre os órgãos reguladores do mercado de capitais e da indústria petrolífera. Os tópicos a seguir serviriam como cláusulas de observância obrigatória pela CVM e pela ANP quando na celebração do convênio administrativo. Vejamos:

30 Cf. Site: http://www.cvm.gov.br/convenios/ index.html. Acesso em: 10 fev. 2020.

“**CONVÊNIO DE COOPERAÇÃO TÉCNICA QUE ENTRE SI CELEBRAM A AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, GÁS NATURAL E BIOCOMBUSTÍVEIS – ANP E A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, VISANDO AO INTERCÂMBIO DE INFORMAÇÕES SOBRE AS ATIVIDADES VOLTADAS À REGULAÇÃO E À FISCALIZAÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA DAS EMPRESAS CONCESSIONÁRIAS EXPLORADORAS E PRODUTORAS DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL.**

CLÁUSULA PRIMEIRA – DO OBJETO

O presente convênio tem por objeto, estabelecer mecanismo de cooperação técnica entre a CVM e a ANP, visando ao intercâmbio de informações sobre as atividades voltadas à regulação e à fiscalização econômica e financeira de empresas concessionárias exploradoras e produtoras de petróleo e gás natural, bem como de outros agentes de infraestrutura do setor.

CLÁUSULA SEGUNDA – DOS COMPROMISSOS DAS PARTES

a) Em decorrência do disposto neste convênio, são compromissos das partes:
b) Fornecimento espontâneo ou a pedido de dados como: estatísticas, demonstrações financeiras, estudos e pesquisas, indícios de infrações às normas societárias, documentos pertinentes aos processos de anuência, dentre outras;
c) Cessão de ficais para treinamento e desenvolvimento conjunto de métodos técnicas de fiscalização;
d) Estudos e análises dos impactos de convergência da contabilidade para os padrões internacionais, nos âmbitos societário e regulatório; e
e) Outros estudos e pesquisas conjuntas.

SUBCLÁUSULA PRIMEIRA – Deverá ser observado, rigorosamente, quanto ao fornecimento de informações e dados pelas partes, o disposto no § 2º, art. 8º da Lei nº 6.385, de 7/12/76 e no § 1º, art. 100, da Lei nº 6.404, de 15/12/76, e demais disposições legais quanto ao sigilo das informações.

SUBCLÁUSULA SEGUNDA – Cada uma das partes convenentes remeterá à outra, para assegurar a contínua troca de informações e a cooperação entre os órgãos, as diretrizes, normas, regulamentos, resoluções, deliberações,

súmulas, procedimentos ou quaisquer outros instrumentos deliberativos afetos a sua respectiva atividade, destacando-se o envio de boletins, revistas e quaisquer outras publicações editadas sob sua responsabilidade ou patrocínio.

CLÁUSULA TERCEIRA – DO DESENVOLVIMENTO CONJUNTO DE MÉTODOS E TÉCNICAS DE FISCALIZAÇÃO

As convenentes acordam em ceder, observado o disposto na Lei nº 8.112, de 11/12/90, e demais normativos aplicáveis, servidores, funcionários e consultores das respectivas entidades convenentes, com a finalidade de observar, aprender e, eventualmente, aprimorar conhecimentos relativos aos métodos e às técnicas que estejam sendo adotadas ou venham a ser adotadas.

SUBCLÁUSULA PRIMEIRA – Antes de qualquer cessão deverá ser apresentado um plano de trabalho detalhado das atividades de cada servidor e/ou funcionário no âmbito das competências das convenentes, observados os prazos locais em que serão realizadas estas atividades.

SUBCLÁUSULA SEGUNDA – Poderão ser desenvolvidas investigações conjuntas, quando uma das convenentes, no exercício de sua atividade fiscalizadoras na área de sua competência, constatar irregularidade que possa resultar em infrações contra a ordem econômica, observando-se, para tanto, o disposto na Subcláusula Primeira da Cláusula Segunda deste convênio.

CLÁUSUAL QUARTA – DOS ESTUDOS E PESQUISAS EM CONJUNTO

Com o objetivo de melhor conhecer as características e o funcionamento do mercado de valores mobiliários, os fatores que o influenciam, bem como as suas repercussões na ordem econômica, as convenentes acordam em empreenderem esforços conjuntos voltados ao estudo e à pesquisa dos assuntos afetos aos campos de atuação de cada uma.

SUBCLÁUSULA PRIMEIRA – As convenentes poderão solicitar a colaboração de órgãos, entidades e instituições públicas ou privadas, que tenham, reconhecidamente, especialização e notório conhecimento nas matérias relacionadas ao escopo do presente convênio.

SUBCLÁUSULA SEGUNDA – A convenente que tiver sob sua responsabilidade a elaboração ou análise de normas disciplinares de questões que possam repercutir na área de atuação da outra, deverá, sempre que possível, submeter a matéria em estudo à apreciação da convenente interessada.

CLÁUSULA QUINTA – DA COORDENAÇÃO DOS TRABALHOS

Para o desenvolvimento dos trabalhos elencados no presente convênio, as convenentes manterão corpo técnico com a incumbência de zelar pelo seu fiel cumprimento, ficando designada pela ANP, a Superintendência de Gestão Financeira e Administrativa – SFA, e pela CVM, a Superintendência de Acompanhamento de Empresas – SEP, as quais ficam, desde já, autorizadas a praticas todos os atos necessários à consecução dos objetivos deste convênio, inclusive participar de reuniões, compartilhar documentos, bases de dados e demais informações.

CLÁUSULA SEXTA – DOS RECURSOS FINANCEIROS

O presente convênio não implica a assunção de encargos financeiros por qualquer dos convenentes.

CLÁUSULA SÉTIMA – DA VIGÊNCIA

Este Convênio de Cooperação terá vigência por prazo indeterminado, a partir de sua assinatura.

CLÁUSULA OITAVA – DA RESCISÃO E DA DENÚNCIA

As partes poderão rescindir ou denunciar, a qualquer tempo, o presente convênio, ficando as convenentes responsáveis pelas obrigações assumidas durante o tempo de sua vigência.

SUBCLÁUSULA PRIMEIRA – No caso de rescisão ou denúncia do presente convênio, a parte convenente interessada deverá notificar, por escrito, a outra convenente, com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, sem que da denúncia ou rescisão resulte em indenização a qualquer delas.

CLÁUSULA NONA – DA CONFIDENCIALIDADE

As convenentes comprometem-se a assegurar o sigilo das informações obtidas por meio deste convênio, cuja confidencialidade seja determinada pela legislação ou requerida por ocasião do seu envio.

CLÁUSULA DÉCIMA – DA PUBLICIDADE

Este convênio será publicado em forma de extrato no Diário Oficial da União até o 5º (quinto) dia útil do mês seguinte ao de sua assinatura, como condição indispensável de sua eficácia e validade.

CLÁUSULA DÉCIMA PRIMEIRA – DAS DISPOSIÇÕES GERAIS

As dúvidas que possam surgir na execução do presente convênio serão solucionadas por consenso das convenentes, mediante troca de correspondência ou registros em atas que reflitam o entendimento das respectivas autoridades responsáveis.

E, por estarem de pleno acordo com as Cláusulas e condições expressas neste instrumento, os partícipes firma o presente convênio em 2 (duas) vias, de igual teor e forma, na presença das testemunhas abaixo identificadas, para todos os efeitos legais.

Local, data."

Os tópicos propostos são apenas indicativos para garantir um mínimo de previsibilidade no objeto do convênio. Inclusive o convênio inclusive poderia ser formulado prevendo a atuação conjunta da B3.

O que se deve ter em mente são os princípios norteadores da regulação do mercado de capitais e perspectiva econômico-desenvolvimentista a ele imputada. Medidas com esta são as que proporcionam segurança e eficiência para a atração de investidores e transformação do país num polo de investimentos para o setor de petróleo e gás.

6 CONCLUSÕES

Diante do exposto, é pensando nos investidores, em particular, nos pequenos e médios investidores, que se discutiram mecanismos regulatórios e institucionais que conferissem maior transparência, segurança e eficiência no mercado. Sem diminuir a importância das sociedades anônimas como instrumentos de desenvolvimento econômico, são eles, os investidores, que estão no lado mais frágil da dinâmica do mercado de capitais, em particular devido às assimetrias de informação existentes entre eles e as companhias. Desprovido de informações confiáveis, muitas vezes tornam-se alvo, por inexperiência ou por fraude, de significativos prejuízos financeiros, resultantes de uma má gestão na divulgação de informações.

Apesar do mercado de capitais ser ambiente de risco por natureza, os mecanismos regulatórios servem justamente para minimizar tal risco, tornando-o mais seguro para as operações de investimento. E nada mais justo para àqueles que aplicam sua poupança em determinado setor econômico que estejam salvaguardados por regras que preservem um mínimo de segurança em seus investimentos.

Para nós, a informação, enxergada como ferramenta dos operadores no mercado, é, talvez, o componente que mais necessite de regulação por parte das autoridades regulatórias. As premissas e propostas

levantadas por esta monografia buscaram propor soluções para problemas setoriais, no caso, os relacionados à indústria do petróleo e gás natural brasileira.

A opção por discutir a questão da regulação do mercado de capitais no contexto da indústria do petróleo e gás brasileiros não foi gratuita. A indústria petrolífera brasileira representa, ainda hoje, importante segmento econômico, com ampla ramificação no mercado de capitais. O nosso mercado de capitais, por outro lado, tem apresentado profuso desenvolvimento, em particular após a criação do Novo Mercado, colocando o Brasil no eixo dos mercados financeiros internacionais. Ambos os setores econômicos, mercado de capitais e indústria do petróleo e gás natural, são regulados por entidades órgãos autônomos (a CVM e a ANP), que devem atender aos princípios basilares da regulação econômica e os dispositivos legais da legislação brasileira. E em ambos os setores regulados, a informação é a peça-chave para o bom funcionamento do mercado.

O *case* que iniciou esta obra, qual seja, a ascensão, declínio e queda da OGX, outrora uma promissora companhia petrolífera brasileira, com a perspectiva de tornar-se um "gigante nacional", demonstra com nitidez como problemas relacionados à regulação da informação repercutem no mercado de capitais. Ausência de transparência e fidedignidade nas informações prestadas pela companhia, divulgação de informes em desacordo com os padrões regulatórios adotados na legislação brasileira, uma potencial prática de *insider trading*, ainda em averiguação, todas essas problemáticas relacionadas à OGX advêm de assimetrias informacionais, que poderiam ter sido evitadas ou minimizadas através de uma política regulatória mais eficiente e dinâmica.

Sob tal perspectiva, as assimetrias informacionais existentes no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural permanecem como um problema contemporâneo, parcialmente mitigado pela estrutura regulatória existente no Brasil, mas que ainda demanda uma maior discussão e proposição de soluções viáveis dentro do sistema jurídico brasileiro. Um ambiente onde a regulação da informação atende

os parâmetros necessários de transparência, eficiência e segurança, permitirá catalisar o desenvolvimento dos mercados regulados e, por conseguinte, o desenvolvimento econômico do país.

Faz-se aqui especial menção ao *insider trading*, incluindo àquele praticado no contexto do setor petrolífero. Conforme mencionado no corpo do texto, o Brasil já possui boas normas e padrões regulatórios aptos a coibir a prática do *insider trading*. A criação de um instrumento de cooperação institucional entre as autoridades reguladoras (CVM e ANP), permitindo uma otimização no intercâmbio de informações entre os setores regulados, mostra-se como medida útil e de significativa relevância no combate ao *insider trading* praticado no âmbito de companhias petrolíferas com valores negociados em bolsa.

Resta claro, portanto, que para além do conteúdo analítico, buscamos, aqui, conferir um caráter pragmático ao trabalho, propondo soluções para os problemas encontrados. Dessa maneira, a proposta de um rol de fatos relevantes específico para a indústria do petróleo e gás natural (tornando mais dinâmico o regime de divulgação de informações para o setor) e o já mencionado modelo de cooperação institucional entre a Comissão de Valores Mobiliários e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis para intercâmbio de informações, visam justamente resolver problemas contemporâneos e recorrentes no âmbito do mercado de capitais e da indústria petrolífera.

Em que pese uma maior correlação desta obra com a ciência jurídica, pretendeu-se o máximo possível apresentar e discutir os principais temas advindos da economia e relacionados com a regulação, as assimetrias de informação e o mercado de capitais. Em verdade, é a convergência dos conhecimentos obtidos de ambas as ciências (o direito e a economia) que torna possível examinar os problemas apresentados com maior nitidez e propor soluções mais eficazes, consentâneas com as abordagens teóricas discutidas.

Obviamente que, em razão das limitações metodológicas, não foi objeto da obra desenvolver uma análise econômica do impacto da informação proveniente da indústria do petróleo sobre o mercado de

capitais nacional, em especial no que se refere ao uso de informação privilegiada e ao resultado de uma informação divulgada em desobediência aos padrões regulatórios. Como sugestão para trabalhos futuros, recomenda-se analisar o funcionamento, do ponto de vista econômico/financeiro/contábil, da formação de preços das ações, e o impacto das assimetrias informacionais e da regulação da informação em tal sistema de formação de preços.

No mesmo sentido, uma pesquisa posterior e com maior grau profundidade deverá levar em conta como os modelos propostos (o modelo de fatos relevantes para a indústria do petróleo e o convênio administrativo para a cooperação institucional entre os órgãos reguladores) repercutem, do ponto de vista jurídico e econômico, no mercado; a partir da constatação de seus potenciais efeitos positivos (por exemplo: aumento de investimentos no setor; formação de preços eficiente; diminuição de gastos das empresas referentes a questões relacionadas com divulgação de informação; diminuição do gasto público na fiscalização/gerenciamento da informação de determinado setor etc.), deverá se pensar em como aperfeiçoá-los ou criar novos modelos.

As problemáticas apresentadas e aqui discutidas são apenas uma fração da vasta e complexa relação entre a indústria do petróleo e gás natural e o mercado de capitais. Conforme afirmou-se em linhas pretéritas, a opção pelos pontos debatidos deu-se em razão da atualidade do tema no cenário brasileiro. Nesse sentido, podemos citar como possíveis ganchos a serem explorados em pesquisas futuras: as questões jurídicas e regulatórias relacionadas *commodity* petróleo, tanto no âmbito nacional, quanto internacional; o regramento jurídico das informações contábeis relativas às empresas petrolíferas; a discussão relacionada ao *insider trading* nos órgãos reguladores; a própria política de divulgação de informações no âmbito da regulação exercida pela *Securitites and Exchange Comission*, e suas implicações no mercado de petróleo brasileiro; o mercado de créditos de carbono na indústria do petróleo e gás natural e sua relação com o mercado de capitais, entre outros.

Por fim, deixamos o registro de que a perspectiva adotada pelo trabalho como justificadora para a regulação do mercado de capitais (e, por consequência, dos modelos apresentados), qual seja, a correção das assimetrias informacionais, a eficiência do mercado, o interesse público a proteção do investidor, possui verdadeiro conteúdo principiológico, servindo como elemento norteador de futuras discussões envolvendo a indústria do petróleo e gás natural e o mercado de valores mobiliários.

Tendo em vista que a relação entre os referidos setores econômicos é praticamente simbiótica, para que o Brasil atinja maturidade regulatória e econômica em ambos os setores – o mercado de capitais e a indústria do petróleo e gás natural – será preciso desenvolver um modelo que conjugue os interesses de todos os agentes envolvidos, assim como na criação de institutos seguros, eficientes e que atendam aos padrões de transparência exigidos, permitindo que o mercado de capitais petrolífero brasileiro torne-se atrativo para o investimento privado e possa contribuir para o desenvolvimento econômico nacional.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, GÁS NATURAL E BIOCOMBUSTÍVEIS–ANP. **Início**. Brasília: ANP, 2021. Disponível em: https://www.gov.br/anp/pt-br. Acesso em: 27 jan. 2021.

AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO–ANP (org.). **Regulação**. Rio de Janeiro: ANP, 2000. (Séries ANP, n. 1).

AKERLOF, G. A. The Market for Lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.

ANDRADE, R. E. (org.). **Regulação pública da economia no Brasil**. Campinas, SP: Edicamp, 2003.

ARAGÃO, A. S. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

BORBA, J. E. T. **Direito societário**. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: [*s.n.*], 1988.

BRASIL. Decreto nº 2.455, de 14 de janeiro de 1998. Implanta a Agência Nacional do Petróleo – ANP, autarquia sob regime especial, aprova sua Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e Funções de Confiança e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 15 jan. 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D2455.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL. Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993. Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 06 jul. 1994. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8666cons.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997. Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 07 ago. 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9478.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 27 jan. 2021.

BRASIL BOLSA BALCÃO – B3. **Início**. [*S.l.:s.n.*], 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br. Acesso em: 27 jan. 2021.

BUCHEB, J. A. **Direito do petróleo**: a regulação das atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.

BUCHEB, J. A. O Regime jurídico dos dados e informações de exploração e produção de petróleo e gás natural. **Revista de Direito Administrativo**, v. 239, 2005.

CAMARGO, A. A. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 38, p. 99-121, 2007.

CANTIDIANO, L. L. O Papel regulador da CVM. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 27, p. 38-41, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Início**. Brasília: CVM, 2021. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br. Acesso em: 27 jan. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **O Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato

relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3o da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3o a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Rio de Janeiro, 2002. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, jan. 2002. Disponível em: https://bit.ly/3orAW46. Acesso em: Acesso em: 27 jan. 2021.

CONSULTOR JURÍDICO – CONJUR. **Início**. São Paulo: CONJUR, 2021. Disponível em: www.conjur.com.br. Acesso em: 27 jan. 2021.

COOTER, R.; ULEN, T. **Direito e Economia**. 5. ed. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. Porto Alegre: Bookman, 2010.

DI PIETRO, M. S. Z. **Direito Administrativo**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

DI PIETRO, M. S. Z. (coord.). **Direito regulatório**: temas polêmicos. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHELL, D. R. Mandatory disclosure and the protection of investors. **Virginia Law Review**, v. 70, n. 4, p. 669-715, maio 1984.

EIZIRIK, N. **Temas de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, N.; GAAL, A. B.; HENRIQUES, M. F.; PARENTE, F. **Mercado de Capitais:** regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTADÃO. Estadão. São Paulo, 2021. Disponível em: www.estadao.com.br. Acesso em: 27 jan. 2021.

FARIA, J. E. **O Direito na economia globalizada**. São Paulo: Malheiros, 2000.

FIGUEIREDO, L. V. **Lições de direito econômico**. São Paulo: Forense, 2006

FERNÁNDEZ Y FERNÁNDEZ, E.; PEDROSA JÚNIOR, O. A.; PINHO, A. C. **Dicionário do petróleo em língua portuguesa**: exploração e produção de petróleo e gás: uma colaboração Brasil, Portugal e Angola. Rio de Janeiro: Lexikon; PUC-Rio, 2009.

FREITAS, R. S. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GALVÊS, E. O Mercado brasileiro de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 41, p. 14-21, 2008.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas**: teoria e prática no Brasil. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GIRÃO, L. F. A. P. **Assimetria informacional, insider trading e avaliação de empresas**: evidências no mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). UnB; UFPB; UFRN, Brasília, 2012.

GRAU, E. R. **A Ordem econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)**. 12. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

IBMEC – INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS. **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: IBMEC; Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; Bolsa de Valores de São Paulo, 1977.

INFOMONEY. **Portal**. [*S.l.:s.n.*], 2021. Disponível em: www.infomoney.com.br. Acesso em: 27 jan. 2021.

KÜMPEL, S. **Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**: introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 36. São Paulo, 2007, p. 27-42.

NETTO, H. M.; EIZIRIK, N. L. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobras. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, n. 10, p. 7-19, 1978.

NUSDEO, F. **Curso de economia**: introdução ao direito econômico. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

MAGALHÃES, C. A Inserção institucional da agência regulatória do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 34, p. 95-119, 2006.

MARTINEZ, A. P. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 28. São Paulo, p. 95-109, 2005.

MARTÍNEZ, M. S. **Autoridades independientes**: un análisis comparado de los Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania, Francia y España. Barcelona: Editorial Ariel, 2002.

MARTINS, D. C. **A Regulação da indústria do petróleo segundo o modelo constitucional brasileiro**. Belo Horizonte: Fórum, 2006.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-54, 2014.

MATTOS, P. (coord.). **Regulação e democracia**: o debate norte-americano. São Paulo: 34, 2004.

MENDES, C. H. Reforma do Estado e agências reguladoras: estabelecendo os parâmetros de discussão. *In:* SUNDFELD, C. A. (coord.). **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 99-139.

MENEZELLO, M. D'A. C. **Comentários à Lei do Petróleo**: Lei Federal nº 9.478, de 6-8-1997. São Paulo: Atlas, 2000.

MOTTA, J. R. S. T. **Uma análise da relação entre mercado de capitais e desenvolvimento**. Brasília: Câmara Federal, 2001. Disponível em: https://bit.ly/3t1YDne. Acesso em: 27 jan. 2021.

MOLL, Luiza Helena (org.). **Agências de regulação do mercado**. Porto Alegre: UFRGS, 2002.

PAPINI, R. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PIGOU, A. C. **The Economics of welfare**. 4. ed. London: Macmillian, 1932.

PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. **Direito, economia e mercados**. São Paulo: Campus; Elsevier, 2005.

PRADO, V. M.; VILELA, R. **Radiografia de insider trading na CVM**. [*S.l.*]: FGV, [2014?]. Disponível em: https://bit.ly/3qWFilr. Acesso em: 27 jan. 2021.

PROENÇA, J. M. M. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2.

ROSADO, M. (org.). **Estudos e pareceres**: direito do petróleo e gás. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PETROBRAS. **Início**. Rio de Janeiro: Petrobras, 2021. Disponível em: https://petrobras.com.br/pt. Acesso em: 27 jan. 2021.

PETROBRAS. **Relações com investidores**. Rio de Janeiro: Petrobras, 2021. Disponível em: https://www.investidorpetrobras.com.br. Acesso em: 27 jan. 2021.

POSNER. R. A. Teorias da regulação econômica. Tradução de Mariana Mota Prado. *In:* MATTOS, P. (coord.). **Regulação e democracia**: o debate norte-americano. São Paulo: 34, 2004. p. 49-80.

SALOMÃO FILHO, C. (coord.). **Regulação e desenvolvimento**. São Paulo: Malheiros, 2002.

SMITH, A. **A Riqueza das nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983. v. 1.

STIGLITZ, J. E. **Economics of public sector**. 3. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2000.

SUNDFELD, C. A. (coord.). **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Malheiros, 2006.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION. **Home**. [*S.l.:s.n.*], 2021. Disponível em: www.sec.gov. Acesso em: 27 jan. 2021.

WIKIPEDIA. **Home**. [*S.l.:s.n.*], 2021. Disponível em: https://www.wikipedia.org. Acesso em: 27 jan. 2021.

YAZBEK, O. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 34, p. 198-218, out./dez. 2006.

YAZBEK, O. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. (org.). **Direito & Economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Home**. [*S.l.:s.n.*], [2020?]. Disponível em: www.investidor.org.br. Acesso em: 01 jul. 2021..

ANEXO A–TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM No 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002, COM AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nos 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 E 604/18

INSTRUÇÃO CVM No 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002.

Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3o da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3o a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS–CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento no disposto nos arts. 4o e seus incisos, 8o, incisos I e III, 18, inciso II, letra "a", e 22, § 1o, incisos I, V e VI, da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 157 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, resolveu baixar a seguinte Instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1o São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas

ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

DEFINIÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

Art. 2o Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I–na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II–na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III–na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I–assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II–mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III–celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV–ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V–autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI–decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII–incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII–transformação ou dissolução da companhia;

IX–mudança na composição do patrimônio da companhia;

X–mudança de critérios contábeis;

XI–renegociação de dívidas;

XII–aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII–alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV–desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV–aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

XVI–lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII–celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII–aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX–início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX–descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI–modificação de projeções divulgadas pela companhia;

~~XXII–impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.~~

XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Inciso XXII com redação dada pela Instrução CVM no 590, de 11 de setembro de 2017.

DEVERES E RESPONSABILIDADES NA DIVULGAÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

~~Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.~~

Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

Art. 3º com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.

§1º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação.

§2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6o desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

~~§3º O Diretor de Relações com Investidores deverá divulgar simultaneamente ao mercado ato ou fato relevante a ser veiculado por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.~~

§3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante na forma prevista no **caput** e no §4º preceda ou seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.

§3º com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.

~~§4º A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores–Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.~~

§4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação:

I – jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou

II – pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

§*4º com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.*

~~§5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no parágrafo anterior, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.~~

§5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

***§5º** com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.*

§6º A CVM poderá determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante.

§7º Qualquer alteração nos canais de comunicação utilizados deve ser precedida da:

I – atualização da política de divulgação de ato ou fato relevante, nos termos do art. 16 desta Instrução;

II – atualização do formulário cadastral da companhia; e

III – divulgação da mudança a ser implementada, na forma até então utilizada pela companhia para divulgação dos seus fatos relevantes.

§8º A divulgação de ato ou fato relevante realizada na forma prevista no §4º, I, deste artigo pode ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores, onde a informação completa deve estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM.

***§§7º** e 8º incluídos pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.*

~~Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos adicionais à comunicação e à divulgação de ato ou fato relevante.~~

Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.

Art. 4º com redação dada pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

Parágrafo único. Na hipótese do *caput*, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

~~§2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá, ao comunicar o ato ou fato relevante, solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante.~~

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.

§ 2º com redação dada pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

~~§3º A suspensão de negociação a que se refere o parágrafo anterior não será levada a efeito no Brasil enquanto estiver em funcionamento bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado de outro país em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e em tal bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado os negócios com aqueles valores mobiliários não estiverem suspensos.~~

§3º REVOGADO

§3º revogado pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

EXCEÇÃO À IMEDIATA DIVULGAÇÃO

Art. 6o Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do *caput* do art. 6o.

~~§1º O requerimento de que trata o *caput* deverá ser dirigido ao Presidente da CVM em envelope lacrado, no qual deverá constar a palavra "Confidencial".~~

§ 1º O requerimento de que trata o **caput** deverá ser dirigido à Superintendência de Relações com Empresas – SEP por meio de:

I – correspondência eletrônica destinada ao endereço institucional da SEP em que conste como assunto "pedido de confidencialidade"; ou

II – envelope lacrado, no qual deverá constar, em destaque, a palavra "confidencial".

§ 1º com redação dada pela Instrução CVM no 604, de 13 de dezembro de 2018.

§2º Caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, determinará ao interessado, ou ao Diretor de Relações com Investidores, conforme o caso, que o comunique, imediatamente, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e o divulgue na forma do art. 3o desta Instrução.

§3o Na hipótese do parágrafo único do art. 6o, o requerimento de que trata o *caput* não eximirá os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do ato ou fato relevante.

DEVER DE GUARDAR SIGILO

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO EM OFERTAS PÚBLICAS

Art. 9º Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deverá divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3o desta Instrução.

§1º O disposto no *caput* não se aplica ao procedimento de análise preliminar confidencial para pedidos de registro de distribuição pública de valores mobiliários, nos termos da regulamentação em vigor.

§2º Caso a realização da oferta pública esteja sujeita ao implemento de condições, fica o ofertante obrigado a divulgar aviso de fato relevante, sempre que tais condições se verificarem, esclarecendo se mantém a oferta, e em que condições, ou se ela perderá sua eficácia.

§3º A distribuição pública primária ou secundária de valores mobiliários somente deverá ser divulgada, em conformidade com o disposto no *caput*, quando esta que se enquadrar em uma das hipóteses previstas nos incisos I a III do art. 2o.

§3º acrescentado pela Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Art. 10. O adquirente do controle acionário de companhia aberta deverá divulgar fato relevante e realizar as comunicações de que trata o art. 3o, na forma ali prevista.

Parágrafo único. A comunicação e a divulgação referidas no *caput* deverão contemplar, no mínimo, as seguintes informações:

I–nome e qualificação do adquirente, bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas;

II–nome e qualificação do alienante, inclusive indireto, se houver;

III–preço, total e o atribuído por ação de cada espécie e classe, forma de pagamento e demais características e condições relevantes do negócio;

IV–objetivo da aquisição, indicando, no caso do adquirente ser companhia aberta, os efeitos esperados em seus negócios;

V–número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total;

VI–indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia;

VII–declaração quanto à intenção de promover, ou não, no prazo de um ano, o cancelamento do registro da companhia aberta; e

VIII–outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia, em especial reestruturação societária envolvendo fusão, cisão ou incorporação.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE NEGOCIAÇÕES DE ADMINISTRADORES E PESSOAS LIGADAS

~~Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ficam obrigados a comunicar à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como as alterações em suas posições.~~

§1º A comunicação deverá conter, no mínimo, as seguintes informações:

I–nome e qualificação do comunicante, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II–quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características no caso de outros valores mobiliários, além da identificação da companhia emissora; e

III–forma, preço e data das transações.

§2º Os diretores, os membros do conselho de administração, os membros do conselho fiscal e os de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão efetuar a comunicação de que trata o *caput* imediatamente após a investidura no cargo ou quando da apresentação da documentação para o registro da companhia como aberta, e no prazo máximo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificar alteração das posições por eles detidas, indicando o saldo da posição no período.

§3o As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda, e de sociedades controladas direta ou indiretamente.

Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 1º A comunicação a que se refere o **caput** deste artigo deverá abranger as negociações com derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados nos valores mobiliários de emissão da companhia ou de emissão de suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

~~§ 2º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.~~

§ 2º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.

§ 2º com redação dada pela Instrução CVM no 590, de 11 de setembro de 2017.

§ 3º A comunicação a que se refere o **caput** deste artigo deverá conter, no mínimo, o seguinte:

~~I – nome e qualificação do comunicante, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;~~

I – nome e qualificação do comunicante, e, se for o caso, das pessoas mencionadas no § 2º, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

Inciso I com redação dada pela Instrução CVM no 590, de 11 de setembro de 2017.

II – quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características no caso de outros valores mobiliários, além da identificação da companhia emissora e do saldo da posição detida antes e depois da negociação; e

III – forma de aquisição ou alienação, preço e data das transações.

§ 4º As pessoas mencionadas no **caput** deste artigo deverão efetuar a referida comunicação:

I – no prazo de 5 (cinco) dias após a realização de cada negócio;

II – no primeiro dia útil após a investidura no cargo; e

III – quando da apresentação da documentação para o registro da companhia como aberta.

~~§ 5º A companhia deverá enviar as informações referidas no **caput** deste artigo à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação, no prazo de 10 (dez) dias, após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, ou do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas citadas no **caput**.~~

~~§6º As informações referidas no **caput** deverão ser entregues de forma individual e consolidada por órgão ali indicado, sendo que as posições consolidadas ficarão disponíveis no sistema eletrônico de Informações Periódicas e Eventuais–IPE.~~

~~§ 7º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação das informações recebidas pela companhia em conformidade com o disposto neste artigo.~~

Artigo 11 com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

§ 5º A companhia deverá enviar à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação as informações referidas no **caput** e nos §§ 1º a 3º com relação aos valores mobiliários negociados:

I – por ela própria, suas controladas e coligadas; e

II – pelas demais pessoas referidas neste artigo.

§ 5º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

~~§ 6º As informações deverão ser enviadas no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, ou do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas citadas no **caput**~~.

§ 6º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

§ 6º As informações devem ser enviadas no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas citadas no **caput,** ou do mês em que ocorrer a comunicação prevista no § 11.

§ 6º com redação dada pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

§ 7º As informações referidas no **caput** deverão ser entregues de forma individual e consolidada por órgão ali indicado, sendo que ficarão disponíveis no sistema eletrônico de Informações Periódicas e Eventuais–IPE:

I – as posições individuais da própria companhia, suas coligadas e controladas; e

II – as posições, consolidadas por órgão, detidas pelos membros da administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.

§ 7º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

§ 8º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação das informações recebidas pela companhia em conformidade com o disposto neste artigo.

§ 8º incluído pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

§ 9º Para efeitos deste artigo, equipara-se à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se tratem de companhias abertas, a aplicação, o resgate e a negociação de cotas de fundos de investimento cujo regulamento preveja que sua carteira de ações seja composta exclusivamente por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora.

§ 9ºincluído pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

§ 10. As pessoas mencionadas no **caput** deste artigo devem apresentar, juntamente com a comunicação prevista nos incisos II e III do § 4º, relação contendo o nome e o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas das pessoas mencionadas no § 2º.

§ 10 incluído pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

§ 11. As pessoas mencionadas no **caput** deste artigo devem informar à companhia qualquer alteração nas informações previstas no § 10 no prazo de até 15 (quinze) dias contados data da alteração.

§ 11 incluído pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE A AQUISIÇÃO E ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA RELEVANTE, E SOBRE NEGOCIAÇÕES DE CONTROLADORES E ACIONISTAS

~~Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve enviar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, assim como divulgar, nos termos do art. 3o, declaração contendo as seguintes informações:~~

Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas,

agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, devem enviar à companhia as seguintes informações:

Clique aqui para acessar o comunicado ao mercado a respeito da obrigatoriedade desta comunicação em operações de empréstimo.

Caput com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

I–nome e qualificação do adquirente, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II–objetivo da participação e quantidade visada;

II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

Inciso II com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

~~III–número de ações, bônus de subscrição, bem como de direitos de subscrição de ações e de opções de compra de ações, por espécie e classe, já detidos, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada;~~

Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

I–nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

III – número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas;

Caput e incisos I, II e III com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

~~IV–número de debêntures conversíveis em ações, já detidas, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada, explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe; e~~

~~V–indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.~~

~~IV – número de debêntures conversíveis em ações, já detidas, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada, explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe;~~

Inciso IV com redação dada pela Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.

IV – REVOGADO

Inciso IV revogado pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

V – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e

Inciso V com redação dada pela Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.

VI – se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 1976.

Inciso VI incluído pela Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.

~~§1º Está igualmente obrigada à divulgação das mesmas informações a pessoa ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, titular de participação acionária igual ou superior ao percentual referido no *caput* deste artigo, a cada vez que a referida participação se eleve em 5% (cinco por cento) da espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia.~~

~~§2º As obrigações previstas no *caput* e no § 1o se estendem também à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados.~~

~~§3º A comunicação à CVM, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, será feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no *caput*.~~

~~§3º A comunicação a que se refere o **caput** será feita imediatamente após ser alcançada a participação ali referida.~~

§ 3º com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

~~§4º As pessoas mencionadas no *caput* também deverão informar a alienação ou a extinção de ações e demais valores mobiliários mencionados neste artigo, ou de direitos sobre eles, a cada vez que tal alienação ou extinção atingir o percentual referido no *caput*.~~

~~§ 4º As pessoas mencionadas no **caput** deste artigo também deverão informar a alienação ou a extinção de ações e demais valores mobiliários mencionados neste artigo, ou de direitos sobre eles, a cada vez que a participação do titular na espécie ou classe dos valores mobiliários em questão atingir o percentual de 5% (cinco por cento) do total desta espécie ou classe e a cada vez que tal participação se reduzir em 5% (cinco por cento) do total da espécie ou classe.~~

§ 4º com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

~~§5º A CVM poderá autorizar a dispensa da divulgação pela imprensa, em face do grau de dispersão das ações da companhia no mercado, e da declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, desde que assegurada a efetiva publicidade por meio de divulgação julgado satisfatório pela CVM.~~

~~§ 5º Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, o adquirente deverá, ainda, promover a publicação pela imprensa, nos termos do art. 3º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos I a V do **caput** deste artigo.~~

§ 5º com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

~~§5° Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável, o adquirente deve, ainda, promover a divulgação, no mínimo, pelos mesmos canais de comunicação habitualmente adotados pela companhia, nos termos do art. 3º, §4º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos I a V do **caput** deste artigo.~~

§ 5º com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.

~~§ 6º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação, bem como por atualizar o formulário IAN no campo correspondente.~~

§ 6º acrescentado pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

§ 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no **caput** ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.

§ 2º Ressalvado o disposto no § 3º, as obrigações previstas no **caput** e no § 1o se estendem também:

I – à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados; e

II – à celebração de quaisquer instrumentos financeiros derivativos referenciados em ações de que trata o **caput**, ainda que sem previsão de liquidação física.

§ 3º Nas hipóteses previstas no § 2º, devem ser observadas as seguintes regras:

I – as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física serão consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no § 1º deste artigo;

II – as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira serão computadas independentemente das ações de que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no § 1º deste artigo;

III – a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confiram exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos; e

IV – as obrigações previstas no **caput** deste artigo não se estendem a certificados de operações estruturadas – COE, fundos de índice de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros derivativos nos quais menos de 20% (vinte por cento) de seu retorno seja determinado pelo retorno das ações de emissão da companhia.

§ 4º A comunicação a que se refere o **caput** será feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no § 1º.

§ 5º Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável, o adquirente deve, ainda, promover a divulgação, no mínimo, pelos mesmos canais de comunicação habitualmente adotados pela companhia, nos termos do art. 3º, § 4º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos I a VI do **caput** deste artigo.

§ 6º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação.

§§ 1º a 6º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

VEDAÇÕES À NEGOCIAÇÃO

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

~~§3º A vedação do *caput* também prevalecerá sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária.~~

§3º A vedação do *caput* também prevalecerá:

I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e

II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

§3º incisos I e II, com redação dada pela Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

~~§4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia.~~

~~§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no **caput** no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.~~

§ 4º com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no **caput** no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

§4º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

~~§5º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1o a 3o deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.~~

§5º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1o, 2o, e 3o, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.

§5º com redação dada pela Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

~~§6º A vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembléia geral.~~

~~§7º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1o a 3o não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.~~

§ 6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.

§ 7º As vedações previstas no **caput** e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A.

§§ 6º e 7º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

~~Art. 14. Caso tenha sido celebrado qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário respectivo, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária, e enquanto a operação não for tornada pública através da publicação de fato relevante, o conselho de administração da companhia não poderá deliberar a aquisição ou a alienação de ações de própria emissão.~~

Art. 14. Caso tenha sido celebrado qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário respectivo, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou

reorganização societária, e enquanto a operação não for tornada pública por meio da divulgação de fato relevante, o conselho de administração da companhia não pode deliberar a aquisição ou a alienação de ações de própria emissão.

Art. 14 com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.

POLÍTICA DE NEGOCIAÇÃO

~~Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.~~

~~§1º A política de negociação referida no *caput* não poderá ser aprovada ou alterada na pendência de ato ou fato relevante ainda não divulgado, e deverá necessariamente:~~

~~I–contar com a adesão expressa das pessoas mencionadas no *caput* que queiram dela se beneficiar, as quais deverão observá-la estritamente; e~~

~~II–incluir a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 (quinze dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN) da companhia; e,~~

~~II – incluir a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia; e~~

Inciso II com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

~~III–adotar procedimentos que assegurem que em nenhuma hipótese a companhia negociará com as próprias ações nos períodos de vedação estabelecidos nesta Instrução e na própria política de negociação.~~

~~§2º A critério da companhia, a adesão de que trata o inciso I do parágrafo anterior poderá contemplar a indicação detalhada de política de negociação própria do interessado, a qual deverá observar os mesmos elementos mínimos referidos no parágrafo anterior.~~

~~§ 3º É permitida a aquisição de ações de emissão da companhia no período a que se refere o inciso II do § 1º por administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, bem como de suas controladas e coligadas, criados por disposição estatutária, realizada em conformidade com plano de investimento aprovado pela companhia, desde que:~~

~~I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e~~

~~II – o plano de investimento estabeleça:~~

~~a) o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas;~~

~~b) a impossibilidade de adesão ao plano na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP;~~

~~c) a obrigação de prorrogação do compromisso de compra, mesmo após o encerramento do período originalmente previsto de vinculação do participante ao plano, na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP; e~~

~~d) obrigação de seus participantes reverterem à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.~~

§ 3º acrescentado pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007.

POLÍTICA DE NEGOCIAÇÃO E PLANO DE INVESTIMENTO

Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão, contendo regras adicionais às previstas na Lei nº 6.404, de 1976, e nesta Instrução.

Parágrafo único. A política de negociação referida no **caput** poderá abranger os negócios realizados por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

Art. 15 e o título que o antecede com redação dada pela Instrução CVM no 568, de 17 de setembro de 2015.

Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.

§ 1º Os planos de investimento referidos no **caput** poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no **caput** e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que:

I – sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da realização de quaisquer negociações;

II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e

III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.

§ 2º Os planos de investimento referidos no **caput** poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.

§ 3º É vedado aos participantes:

I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento; e

II – realizar quaisquer operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento.

§ 4º O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados.

§ 5º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.

Art. 15-A. incluído pela Instrução CVM no 568, de 17 de setembro de 2015.

POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO

~~Art. 16. A companhia aberta deverá, por deliberação do conselho de administração, adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.~~

Art. 16. A companhia aberta deve, por deliberação do conselho de administração, adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando, no mínimo, o canal ou os canais de comunicação que utiliza para disseminar informações sobre atos e fatos relevantes nos termos do art. 3º, §4º, e os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.

Art.16 com redção pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014.

§1º A companhia deverá comunicar formalmente os termos da deliberação aos acionistas controladores e às pessoas que ocupem ou venham a ocupar as funções referidas no art. 13, delas obtendo a respectiva adesão

formal, em instrumento que deverá ser arquivado na sede da companhia enquanto a pessoa com ela mantiver vínculo, e por cinco anos, no mínimo, após o seu desligamento.

§2º A companhia deverá manter em sua sede, à disposição da CVM, a relação de pessoas mencionadas no *caput* deste artigo e respectivas qualificações, indicando cargo ou função, endereço e número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas, atualizando-a imediatamente sempre que houver modificação.

DISPOSIÇÕES COMUNS ÀS POLÍTICAS DE NEGOCIAÇÃO E DIVULGAÇÃO

Art. 17. A aprovação ou alteração da política de negociação e da política de divulgação da companhia aberta deverá ser comunicada à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, devendo a comunicação ser acompanhada de cópia da deliberação e do inteiro teor dos documentos que disciplinem e integrem as referidas políticas.

§1º Sem prejuízo de posterior investigação e sanção, a CVM poderá determinar o aperfeiçoamento ou a alteração da política de negociação, se entender que seu teor não impede a utilização da informação relevante na realização da negociação, ou da política de divulgação, se entender que não atende adequadamente aos termos desta Instrução.

§2º As políticas de negociação e divulgação poderão ser aprovadas conjuntamente, e constituir um único conjunto de normas e procedimentos.

§3º A companhia, quando da aprovação das políticas de negociação e divulgação, deverá indicar um diretor responsável pela sua execução e acompanhamento.

INFRAÇÃO GRAVE

Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3o do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.

DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 19. Qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas nos termos desta Instrução deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.

Art. 20. As vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução:

I–aplicam-se tanto às negociações realizadas em bolsa de valores e em mercado de balcão, organizado ou não, quanto às realizadas sem a interveniência de instituição integrante do sistema de distribuição; e

II–estendem-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelas pessoas nela referidas, quer tais negociações se dêem através de sociedade controlada, quer através de terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações.

Parágrafo único. Não se consideram negociações indiretas aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Instrução, desde que tais fundos não sejam exclusivos, nem as decisões de negociação do administrador possam ser influenciadas pelos cotistas.

Art. 21. As normas desta Instrução aplicam-se às empresas patrocinadoras de programas de BDR níveis II e III, naquilo que não forem incompatíveis com as disposições aplicáveis nos países em que emitidos os valores mobiliários respectivos.

Art. 22. O Superintendente Geral da CVM fica autorizado a aprovar normas relativas a procedimentos eletrônicos de apresentação de informação.

~~Art. 23. O descumprimento das obrigações contidas nos arts. 11, § 2o, 12 e 16 desta Instrução enseja a aplicação de multa cominatória diária, que incidirá a partir do primeiro dia útil subseqüente ao término do prazo para a entrega das informações, independente de intimação, no valor de R$ 500,00 (quinhentos reais).~~

Artigo revogado pela Instrução CVM nº 449, de 15 de março de 2007.

Art. 24. A aprovação da política de divulgação de ato ou fato relevante e dos procedimentos da companhia aberta previstos no art. 16 deverá ser efetivada em até sessenta dias após a entrada em vigor da presente Instrução.

Vide art. 2o da Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

Art. 25. As pessoas referidas no art. 11 estarão obrigadas a realizar as comunicações ali previstas após o decurso do prazo indicado no artigo anterior.

Vide art. 2o da Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

Art. 26. Ficam revogadas a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3o da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM no 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3o a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999.

VIGÊNCIA

Art. 27. Esta Instrução entra em vigor 90 (noventa) dias após sua publicação no Diário Oficial da União.

Original assinado por
JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO
Presidente

SOBRE O AUTOR

Luiz Felipe Monteiro Seixas

Doutor em Direito (UFPE). Mestre em Direito (UFRN). Graduado em Direito (UFRN). Foi Pesquisador Bolsista do Programa de Recursos Humanos em Direito do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (PRH-ANP/MCT nº 36). Professor Adjunto do Curso de Graduação e Mestrado em Direito da Universidade Federal Rural do Semi-Árido (UFERSA). E-mail: luiz.seixas@ufersa.edu.br.

A presente obra tem como propósito examinar determinados aspectos regulatórios inerentes ao mercado de capitais e à indústria do petróleo e gás brasileira, com especial ênfase na regulação da informação. A principal problemática diz respeito aos desequilíbrios ou assimetrias informacionais existentes entre ambos os mercados (o de capitais e o petrolífero) e como tais assimetrias afetam o desempenho dos órgãos reguladores dos referidos mercados. Para tanto, a obra examina, inicialmente, o regime jurídico do mercado de capitais brasileiro; na sequência, analisa os principais aspectos relacionados à regulação do mercado de capitais; logo após, investiga o regime de divulgação da informação no mercado de capitais, bem como suas consequências para a indústria do petróleo e gás natural; por fim, propõe um modelo de cooperação institucional entre os órgãos reguladores do mercado de capitais (a Comissão da Valores Mobiliários) e da indústria petrolífera (a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis), com a finalidade de reduzir as assimetrias informacionais entre os entes reguladores e aperfeiçoar a regulação entre os referidos mercados.